



HELSINGIN YLIOPISTO  
HELSINGFORS UNIVERSITET  
UNIVERSITY OF HELSINKI

## **Lähipiiriyhteisöiden sääntely**

Helsingin yliopisto

Oikeustieteellinen tiedekunta

Ida Hellström

Pro gradu-tutkielma

Arvopaperimarkkinaoikeus

Ohjaaja Seppo Villa

14.12.2018



Tiedekunta/Osasto - Fakultet/Sektion – Faculty Oikeustieteellinen tiedekunta		Laitos - Institution – Department
Tekijä - Författare – Author Ida Hellström		
Työn nimi - Arbetets titel – Title Lähipiiriyhteisöiden sääntely		
Oppiaine - Läroämne – Subject Kauppaoikeus		
Työn laji - Arbetets art – Level Pro gradu-tutkielma	Aika - Datum – Month and year Joulukuu 2018	Sivumäärä - Sidoantal – Number of pages XVI + 72
Tiivistelmä - Referat – Abstract <p>Tutkimassa tarkastellaan 3.7.2016 voimaan tulleen markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (596/2014, MAR) pohjalta lähipiiriyhteisöitä koskevaa sääntelyä. Tarkastelun kohteena ovat etenkin ne kriteerit, joiden täyttymisen myötä liikkeeseenlaskijoiden johtotehtävissä toimivien henkilöiden niin sanotuista vaikutusvalta-yhteisöistä tulee johtotehtävissä toimivan henkilön lähipiiriyhteisöitä, joilla on ilmoitusvelvollisuus tehdyistä liiketoimista. Tutkimassa pohditaan myös, miksi lähipiiriyhteisöitä koskeva yksityiskohtainen sääntely on tarpeen. Tutkimuksen pääpaino on kansallisessa oikeudessa, mutta tutkimassa tarkastellaan myös kansainvälistä sääntely-ympäristöä ja tulkintoja, koska markkinoiden väärinkäyttöasetusta sovelletaan koko EU:n alueella.</p> <p>Johtohenkilön lähipiiriin kuuluvat MAR 3 artiklan 26 kohdan mukaan liikkeeseenlaskijan johtotehtävissä toimivan henkilön puoliso, huollettavat lapset ja muut samassa taloudessa asuvat sukulaiset. Lisäksi lähipiiriyhteisöitä ovat muun muassa yhteisöt, joissa johtohenkilö tai hänen lähipiirinsä kuuluva luonnollinen henkilö toimii johtotehtävissä tai käyttää määräysvaltaa, sekä yhteisöt, jotka on perustettu johtohenkilön tai hänen lähipiiriläisensä hyväksi tai jonka taloudelliset edut ovat suuressa määrin samat kuin tällaisen henkilön taloudelliset edut.</p> <p>MAR:n eri kieliversioissa vuonna 2016 ilmenneiden eroavaisuuksien vuoksi EU:n jäsenvaltioiden toimivaltaiset viranomaiset tulkitsivat lähipiiriyhteisöitä koskevaa sääntelyä eri tavoin. Tulkintaerot johtivat siihen, että asetusta sovellettiin EU:n jäsenvaltioissa eri tavalla etenkin niin sanottujen vaikutusvalta-yhteisöiden osalta. Epäselvää oli, mitä johtotehtävissä toimimisella tarkoitetaan lähipiiriyhteisöiden osalta ja aiheuttaako pelkkä muodollinen johtoasema esimerkiksi hallituksen jäsenenä vaikutusvalta-yhteisölle lähipiiriyhteisön aseman. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen otti kantaa kysymykseen heinäkuussa 2017. Johtotehtävissä toimimisella tarkoitetaan sitä, että liikkeeseenlaskijan johtohenkilö osallistuu tai vaikuttaa lähipiiriyhteisössään sellaisten sijoituspäätösten tekoon, jotka koskevat kyseisen liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineitä. Vaikutusvalta-yhteisöstä tulee johtohenkilön lähipiiriyhteisö ainoastaan, jos johtohenkilö muodollisen johtoasemansa lisäksi osallistuu tai vaikuttaa sijoituspäätösten tekoon lähipiiriyhteisössään.</p> <p>Tutkimassa arvioidaan, miten Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen laatimia vaikutusvalta-yhteisöitä koskevia lähipiiriyhteisön kriteereitä tulisi tulkita ja mitä niillä käytännössä tarkoitetaan. Tässä yhteydessä esitellään laaja ja suppea tulkintamalli, joiden perusteella voidaan muotoilla erilaisia tilanteita, joissa lähipiiriyhteisön asema syntyy. Lisäksi esitetään perusteluita sille, miten suppea tulkintamalli on lähipiirisääntelyn tavoitteet huomioiden tarkoituksenmukaisempi tulkintamalli.</p>		
Avainsanat – Nyckelord – Keywords lähipiiriyhteisö - vaikutusvalta-yhteisö - markkinoiden väärinkäyttöasetus		
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited		
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information		

# SISÄLLYSLUETTELO

<b>LÄHTEET.....</b>	<b>II</b>
---------------------	-----------

<b>LYHENTEET .....</b>	<b>XIV</b>
------------------------	------------

<b>1</b>	<b>TUTKIELMAN AIHE.....</b>	<b>1</b>
1.1	Taustatietoa tutkielman aiheesta .....	3
1.2	Keskeiset käsitteet.....	5
1.3	Rajaukset.....	7
1.4	Metodit ja aineisto.....	8
1.5	Tutkielman kulku .....	12
<b>2</b>	<b>MIKSI LÄHIPIIRIYHTEISÖT JA JOHTOHENKILÖIDEN LÄHIPIIRI OVAT SÄÄNTELYN KOHTEENA? .....</b>	<b>14</b>
2.1	Hyvä arvopaperimarkkinatapa .....	14
2.2	Sijoittajansuoja.....	16
2.3	Tehokkaasti toimivat markkinat .....	18
2.4	Markkinoiden avoimuus ja läpinäkyvyys .....	20
2.5	Tiedonantovelvollisuus arvopaperimarkkinoilla .....	21
2.6	Sisäpiirisääntely .....	28
<b>3</b>	<b>LÄHIPIIRIN SÄÄNTELY-YMPÄRISTÖ JA VALVONTA .....</b>	<b>34</b>
3.1	Sääntely.....	35
3.2	Pehmeä sääntely ja itsesääntely .....	41
3.3	Valvontaviranomaiset .....	48
<b>4</b>	<b>JOHTOHENKILÖIDEN LÄHIPIIRI JA ILMOITUSVELVOLLISUUS LIIKETOIMISTA.....</b>	<b>52</b>
4.1	Lähipiiriyhteisön määritelmä .....	52
4.2	Johtotehtävissä toimiminen.....	56
4.3	Johtohenkilöiden ilmoitusvelvollisuus liiketoimista.....	57
<b>5</b>	<b>VAIKUTUSVALTAYHTEISÖT LÄHIPIIRIYHTEISÖINÄ.....</b>	<b>60</b>
5.1	Sijoituspäätöksiin vaikuttaminen ja osallistuminen.....	60
5.2	Laaja tulkintamalli .....	61
5.3	Suppea tulkintamalli .....	62
5.4	Johtohenkilön vaikutusvalta ja liiketoimien signaaliarvo.....	64
<b>6</b>	<b>JOHTOPÄÄTÖKSET .....</b>	<b>66</b>
6.1	Tulkintamallien vertailua .....	66
6.2	Signaaliarvon merkitys .....	67
6.3	Esimerkkejä käytännön tilanteista .....	68
6.4	Yhteenveto .....	72

## **LÄHTEET**

### **KIRJALLISUUS**

Aarnio, Aulis (1978).

Mitä lainoppi on? Kustannusosakeyhtiö Tammi, Helsinki.

Aarnio, Aulis (1988).

Laintulkinnan teoria. Werner Söderström Osakeyhtiö, Porvoo - Helsinki - Juva.

Aarnio, Aulis (2011).

Luentoja lainopillisen tutkimuksen teosta. Oikeustieteellinen tiedekunta (Helsingin yliopisto), Forum Iuris.

Anjou, Mattias - Oxenstierna, Gabriel (2016).

Specialister på värdepappersmarknaden. Studentlitteratur, Lund.

Avgouleas, Emilio (2005).

The Mechanics and Regulation of Market Abuse. A Legal and Economical Analysis. Oxford University Press.

Bärlund, Johan - Nybergh, Frey - Petrell, Katarina (2013).

Finlands civil- och handelsrätt - En introduktion. 4. uudistettu painos, Alma Talent, Helsinki.

Cox, James D. - Hillman, Robert W. - Langevoort, Donald C. (2013).

Securities Regulation. Cases and Materials. 7. painos, Wolters Kluwer Law & Business, New York.

Davies, Paul L. - Worthington, Sarah (2012).

Principles of modern company law. 9. painos, Thomson Reuters (Professional) UK Limited, Lontoo.

Hirvonen, Ari (2011).

Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17, Helsinki.

Husa, Jaakko (2013).

Oikeusvertailu. Lakimiesliiton kustannus, Meedia Zone, Viro.

Häyrynen, Janne - Kajala, Ville (2013).

Uusi arvopaperimarkkinalaki. Lakimiesliiton kustannus, Meedia Zone, Viro.

Häyrynen, Janne - Parkkonen, Jarmo (2006).

Sisäpiiriläinen - velvollisuudet ja mahdollisuudet. Edita Publishing, Helsinki.

Knuts, Mårten (2011).

Sisäpiirisäätely arvopaperimarkkinoilla. Talentum, Helsinki.

Lau Hansen, Jesper (2001).

Informationsmisbrug. En analyse af de centrale bestemmelser i børsrettens informationsregime. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, Kööpenhamina.

Mikkola, Tuulikki (2017).

Yhteisomistus. Alma Talent, Helsinki.

Moloney, Niamh (2014).

EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition, Oxford University Press.

Parkkonen, Jarmo - Knuts, Mårten (2014).

Arvopaperimarkkinalaki. 5. uudistettu painos, Talentum, Helsinki.

Puttonen, Vesa - Repo, Eljas (2014).

Miten sijoitan rahastoihin. 5. uudistettu painos, Talentum, Helsinki.

Raitio, Juha (2010).

Eurooppaoikeus ja sisämarkkinat. 2. uudistettu painos, Talentum, Helsinki.

## **ELEKTRONISET KIRJAT**

Villa, Seppo (2018).

Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. 5. uudistettu painos. Alma Talent Verkkokirjahylly. Katsottu 7.12.2018.

Villa, Seppo - Airaksinen, Manne - Bärlund, Johan - Jauhiainen, Jyrki - Kaisanlahti, Timo - Knuts, Mårten - Kuoppamäki, Petri - Kymäläinen, Seppo - Mähönen, Jukka - Pihlajarinne, Taina - Raitio, Juha - Rissanen, Kirsti - Viitanen, Klaus - Wilhelmsson, Thomas (2014).

Yritysoikeus. Alma Talent Verkkokirjahylly. Katsottu 2.10.2018.

## TOIMITETTU AINEISTO

Afrell, Lars - Jansson, Per-Ola (2017).

*"Regelstrukturen på värdepappersmarknaden"*, teoksessa Börsrätt. Toim. Robert Sevenius ja Torsten Örtengren. Neljäs painos, Studentlitteratur.

Desta, Melaku Geboye (2012).

*"International Investment Law and Soft Law."* Toim. Andrea K. Björklund ja August Reinisch. Edward Elgar Publishing.

Haussila, Jussi - Avikainen, Petri (2014).

*"Member State Regulation: Finland"*, teoksessa European Securities Law. Toim. Raj Panasar ja Philip Boeckman. Second Edition, Oxford University Press.

Kleineman, Jan (2013).

*"Rättsdogmatisk metod"*, teoksessa Juridisk metodlära. Toim. Frederic Korling ja Mauro Zamboni. Studentlitteratur AB.

Kontkanen, Erkki (2016).

*"Finanssimarkkinoiden sääntely - teoria ja todellisuus"*, teoksessa Oikeuden ja talouden rajapinnassa; juhla kirja, Matti J. Sillanpää 60 vuotta. Toim. Raimo Immonen, Reijo Knuutinen, Ulla-Maija Mylly, Patrik Nyström ja Tuija Viinikka. Edita, Helsinki.

Posner, Elliot (2010).

*"The Lamfalussy Process: Polyarchic Origins of Networked Financial Rule-Making in the EU"*, teoksessa Experimentalist Governance in the Sabel European Union: Towards a New Architecture. Toim. Jonathan Zeitlin ja Charles Sabel. Oxford University Press.

Veil, Rüdiger (2017).

*"European Capital Markets Law."* Toim. Rüdiger Veil. Second Edition, Hart Publishing.

## ARTIKKELIT

Aalto, Johan - Sahrakorpi, Anna (2018).

*"Hallitusmateriaalin jakaminen avustajalle sisäpiirisäätelyn näkökulmasta."* Defensor Legis N:o 2/2018, s. 150 - 166.

Airaksinen, Manne - Villa, Seppo - Stepanoff, Maaret (2017).

*"Avustajien käyttäminen hallitustyössä - hallitustiedon luovuttaminen kolmannelle."*

Liikejuridiikka 2/2017, s. 8 - 37.

Akerlof, George A. (1970).

*"The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism."* The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, s. 488 - 500.

Annola, Vesa (2011).

*"Markkinahuu ja arvopaperin emittoija."* Lakimies 7-8,2011, s. 1376 - 1392.

Burke, John J.A. (2009).

*"Re-Examining Investor Protection in Europe and the US."* eLaw Journal: Murdoch University Electronic Journal of Law, 2/2009, s. 1 - 37.

Fama, Eugene F. (1970).

*"Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work."* The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2., s. 383 - 417.

Finnerty, Joseph (1976).

*"Insiders and Market Efficiency"*. The Journal of Finance, Vol 31, No. 4, s. 1141 - 1148.

Häyrynen, Janne (2008).

*"Sisäpiirintiedon väärinkäytön ennaltaehkäisy sisäpiiriläisen näkökulmasta."* Teoksessa Business Law Forum 2006, s. 69- 92. Toim. Esa Kolehmainen. Edita Publishing Oy, Helsinki.

Jaffe, Jeffrey (1974).

*"Special Information and Insider Trading"*. The Journal of Business, Vol 47, No. 3, s. 410 - 428.

Knuts, Mårten (2009).

*"Insiderrättens röjandeförbud"*. Referee-granskad artikel. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 5/2009, s. 652 - 709.

Knuts, Mårten (2010b).

*"Oikeustapauskommentaari ratkaisusta Spector Photo Group NV ym. - EUT asia C-45/08 (Spector-tapaus)." Lakimies 2010/5, s. 874 - 882.*

Knuts, Mårten (2016).

*"The Optimal Scope of Disclosure by Association Regime under MAR."* European Company and Financial Law Review, Volume 24, Issue 13, s. 495 - 516.

Kotiranta, Kai (2015).

*"Arvopaperimarkkinarikosoikeudellisen tulkintaopin systematisointia."* Defensor Legis N:o 4/2015, s. 708- 725.

Laininen, Jenni (2013).

*"Tulevaisuudennäkymien antaminen uuden arvopaperimarkkinalain mukaan."* Suomenkielinen referaatti artikkelista *"Äußerung über Zukunftsaussichten gemäß dem neuen Wertpapiermarktgesetz"*. Defensor Legis N:o 1/2013.

Lamfalussy, Alexandre (1990).

*"Kansainvälinen rahoitusintegraatio, ulkoinen tasapaino ja rahoitusalan vakaus."* Kansantaloudellinen aikakausikirja 4/1990, s. 379 - 387. Kansantaloudellisen Yhdistyksen kokouksessa 15.10.1990 pidetyn esitelmän kirjallinen versio.

Lau Hansen, Jesper (2012).

*"The Hammer and the Saw - A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation."* Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-35, s. 2 - 12.

Luukkonen, Marja (2018).

*"Sijoittajan tietämisvelvollisuus - osa I"*. Lakimies 2/2018, s. 200 - 226.

Micklitz, Hans-W., (2010).

*"Eurooppalaisen yksityisoikeuden sääntelyn näkyvä käsi."* Lakimies 3/2010, s. 330 - 356. Kääntäneet englannista Liisa Holopainen ja Pia Letto-Vanamo.

Määttä, Tapio (2006).

*"Soft law som rättskälla på nya rättsområden i den nationella rätten."* Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 2006/6, s. 553-571.

Niiniluoto, Ilkka (1999).

*"Norm Propositions Defined."* Ratio Juris 4/1999, s. 367 - 373.



Romano, Roberta (1998).

*"Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation."* Yale Law Journal  
Vol 107, s. 2359 - 2430.

Ruoho, Kati (2003).

*"Arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tekijät."* Turun yliopiston oikeustieteellisen  
tiedekunnan Arvopaperimarkkinat-julkaisu, 14.1.2003.

Sedbom, Sakari (2017).

*"Sisäpiiritiedon määritelmä ja sisäpiiritiedon määrittäminen yritysjärjestelyssä."* Lakimies  
6/2017, s. 838 - 863.

Timonen, Pekka (1998).

*"Oikeustaloustiede - mitä se on?"* Lakimies 1/1998, s. 100 - 114.

## **TUTKIMUKSET JA TUTKIELMAT**

Annola, Vesa (2005).

Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus  
informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa.

Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, Yksityisoikeuden sarja A:114,  
Turku.

Huovinen, Sakari (2003).

Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Suomalainen  
Lakimiesyhdistys, Helsinki.

Knuts, Mårten (2010a).

Kursmanipulation på värdepappersmarknaden. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki.

Kotiranta, Kai (2014).

Sisäpiiritiedon syntyminen. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki.

Määttä, Kalle (2009).

Oikeustaloustieteellinen näkökulma kotimaiseen lainvalmisteluun. Oikeuspoliittisen  
tutkimuslaitoksen tutkimuksia 242, Helsinki.

## **VIRALLISLÄHTEET**

ESMA Questions and Answers on MiFID II and MiFIR Investor Protection and Intermediaries Topics. Päivitetty viimeksi 3.10.2018. (*MIFID II ja MIFIR Q&A*)

ESMA:n Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR). Päivitetty viimeksi 23.3.2018. (*MAR Q&A*).

Finanssivalvonnan Kysymyksiä ja vastauksia (Q&A) - Johtohenkilöiden liiketoimet (MAR 19 artikla)-dokumentti 6.7.2016. (*Fivan MAR Q&A*).

Finanssivalvonnan webinaari 3.10.2017: Liikkeeseenlaskijan johtohenkilön lähipiiriyhteisöt ja ESMA:n Q&A-tulkinta.

Arvopaperimarkkinoita koskevat määräykset ja ohjeet - yhteenveto ja palaute lausuntojen yleisistä kommentteista, Finanssivalvonta 10.6.2013.

## **LAINVALMISTELUASIAKIRJAT**

HE 137/2004 vp.	Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
HE 32 / 2012 vp.	Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.
HE 65 / 2016 vp.	Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

## **OIKEUSKÄYTÄNTÖ**

### **Kotimainen oikeuskäytäntö**

KHO 2013:51

KKO 2013:53

### **Euroopan unionin tuomioistuimen oikeuskäytäntö**

Asia C-19/11, Markus Gelbl vastaan Daimler AG

Asia C-45/08, Spector Photo Group NV ja Chris Van Raemdonck vastaan Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CFBA)

## **LAINSÄÄDÄNTÖ**

### **Euroopan unionin lainsäädäntö**

Sopimus Euroopan unionin toiminnasta (SEUT)

Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoittamisen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltujen käsitteiden osalta

Komission delegoitu asetus (EU) 2016/522 Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 596/2014 täydentämisestä kolmansien maiden tiettyihin julkisiin elimiin ja keskuspankkeihin sovellettavan poikkeuksen, markkinoiden manipuloinnin indikaattorien, tietojen julkistamisen raja-arvojen, lykkäämistä koskevat ilmoitukset vastaanottavan toimivaltaisen viranomaisen, suljettuina ajanjaksoina sallitun kaupankäynnin sekä johtohenkilöiden ilmoitettavien liiketoimien tyyppien osalta

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 600/2014 rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta (*MIFIR-asetus*)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014 markkinoiden väärinkäytöstä sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta (*MAR*)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/Eu muuttamisesta (*MIFID II-direktiivi*)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/57/EU markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista (*MAD*)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/51/EU direktiivien 2003/71/EY ja 2009/138/EY sekä asetusten (EY) N:o 1060/2009, (EU) N:o 1094/2010 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan vakuutus- ja lisäläkeviranomaisen) ja Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen) toimivaltuuksien osalta

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1095/2010 Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 7167/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta (*avoimuusdirektiivi*)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/6/EY sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö), kumottu 3.7.2016 (*VMAD*)

## **Suomi**

Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746 (AML)

Arvopaperimarkkinalaki (kumottu) 26.5.1989/495 (VAML)

Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 1.7.2016/519

Laki Finanssivalvonnasta 19.12.2008/878 (FivaL)

Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 28.12.2017/1070

Laki rikoslain 51 luvun muuttamisesta 1.7.2016/521

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624 (OYL)

Rikoslaki 19.12.1889/39 (RL)

Sijoituspalvelulaki 14.12.2012/747 (SipaL)

Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48

Vakuutusopimuslaki 28.6.1994/543

## ITSESÄÄNTELY

Pörssin kurinpitolautakunnan säännöt. Nasdaq OMX Helsinki 1.7.2013 (Pörssin kurinpitolautakunnan säännöt).

Pörssin sisäpiiriohje. Nasdaq OMX Helsinki. Voimassa 3.1.2018 lukien (Pörssin sisäpiiriohje).

Pörssin säännöt. Nasdaq OMX Helsinki. Voimassa 3.1.2018 lukien (Pörssin säännöt).

Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance) 2015. Arvopaperimarkkinayhdistys ry. 1.10.2015. (CG-koodi).

Nasdaq Nordic Member Rules (Nasdaq Nordic-pörssien yhteiset säännöt). Voimassa 24.9.2018 lukien.

## INTERNET-LÄHTEET

Finanssivalvonnan Sisäpiirivalvonta-sivusto.

<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Valvonta/MarkkinaValvonta/Sisapiirivalvonta/Pages/Default.aspx>. Katsottu 13.12.2018.

EUR-Lex-sivuston VMAD-sivusto.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/fi/TXT/?uri=CELEX%3A32003L0006>. Katsottu 12.12.2018.

G20-ryhmittymän kotisivut.

<http://g20.org.tr/about-g20/g20-members/>. Katsottu 26.11.2018.

The City of London Law Society and Law Society Committees' Joint Working Parties on Market Abuse, Share Plans and Takeover Codes. Market Abuse Regulation (EU MAR) Q&A, julkaistu 5.7.2016.

<file:///C:/Users/ihell1/Downloads/market-abuse-regulation-eu-mar-questions.pdf>. Katsottu 12.11.2018.

European Issuers (2017).

*"Interpretation of the Market Abuse Regulation - Issues & Solutions Final."* Julkaistu 23.5.2017.

<http://www.europeanissuers.eu/positions/files/view/5947dfb43620f-en>. Katsottu 7.11.2018.

Finanssivalvonnan koulutusmateriaali sijoittajansuojasääntelystä 14.-15.6.2017,  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/MiFID/Documents/Koulutus\\_MiFID2\\_MiFIR\\_14\\_15062017.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/MiFID/Documents/Koulutus_MiFID2_MiFIR_14_15062017.pdf). Katsottu 16.10.2018.

ESMA:n verkkosivusto sijoittajansuojasta.  
<https://www.esma.europa.eu/regulation/mifid-ii-and-investor-protection>. Katsottu 16.10.2018.

Euroopan parlamentin infosivusto.  
<https://europarlamenti.info/fi/Euroopan-unioni/historia/>. Katsottu 15.10.2018.

Finanssivalvonnan ja Nasdaq Helsingin listayhtiötilaisuuksien esitysmateriaali 9-11.5.2016. Koostaneet Ville Kajala, Pia Ovaska, Anu Lassila-Lonka ja Tapani Manninen.  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/mar/Documents/Esitysmateriaali\\_MAR\\_052016.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/mar/Documents/Esitysmateriaali_MAR_052016.pdf). Katsottu 12.10.2018.

Finanssivalvonnan tiedonantovelvollisuussivusto jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta.  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Jatkuva/Pages/Default.aspx>. Katsottu 11.10.2018

Finanssivalvonnan tiedonantovelvollisuussivusto säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta.  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Saannollinen/Pages/Default.aspx>. Katsottu 11.10.2018.

Jorma Eloranta, Directors' Institute Finlandin Jäsenblogi 28.6.2016:  
MAR - vaikutusvaltaisyhteisö lähipiiriäsi?  
<https://dif.fi/blogit/jasenblogit/mar-vaikutusvaltaisyhteiso-lahipiiriasi/>. Katsottu 2.10.2018.

Finanssivalvonnan verkkouutinen 15.6.2016.  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Verkkouutiset/Pages/07\\_2016.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Verkkouutiset/Pages/07_2016.aspx). Katsottu 28.8.2018.

Finanssivalvonnan Arvopaperivalvonta-esittelysivu.  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/EU-valvonta/ESMA/Pages/Default.aspx>. Katsottu 26.9.2018.

Finanssivalvonnan Valvottavat-sivusto.

<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Fiva/Valvottavat/Pages/Valvottavat.aspx>. Katsottu 26.9.2018.

Nasdaq Nordic-pörssien yhteiset säännöt.

[https://business.nasdaq.com/media/Nasdaq%20Nordic%20Member%20Rules%20version%203.6%20%28effective%20as%20of%20September%2024%202018%29%20Final\\_tcm5044-31275.pdf](https://business.nasdaq.com/media/Nasdaq%20Nordic%20Member%20Rules%20version%203.6%20%28effective%20as%20of%20September%2024%202018%29%20Final_tcm5044-31275.pdf). Katsottu 14.9.2018.

Arvopaperimarkkinayhdistyksen esittelysivusto.

<https://cgfinland.fi/arvopaperimarkkinayhdistys/> Katsottu 17.9.2018.

ESMA:n MAR Q&A-sivusto. Löydettävissä osoitteesta <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-updates-qa-mar>. Katsottu 27.9.2018.

## **MUUT LÄHTEET**

Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 2/2015, 2.11.2015.

Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 2/2016, 2.5.2016.

Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 3/2016, 21.6.2016.

Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 2/2017, 6.7.2017.

International Accounting Standards (IAS). Voimassa 1.1.2011 alkaen.

Keskuskauppakamarin lausunto valtiovarainministeriölle arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksesta. Leena Linnainmaa, 30.11.2011.

## LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746
Avoimuusdirektiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta (avoimuusdirektiivi)
CESR	Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea (European Committee of Securities Regulators). Toiminta siirtynyt ESMA:lle 1.1.2011 alkaen
CG-koodi	Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance-koodi) 2015
ESFS	Euroopan finanssivalvontajärjestelmä (European System of Financial Supervision)
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (European Securities and Markets Authority)
EU	Euroopan unioni
EUT	Euroopan unionin tuomioistuin
Fiva	Finanssivalvonta
FivaL	Laki Finanssivalvonnasta 19.12.2008/878
HE	Hallituksen esitys
Helsingin pörssi	Nasdaq OMX Helsinki Oy
IAS	International Accounting Standards. Voimassa 1.1.2011 alkaen.



MAD	Market Abuse Directive. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista, 2014/57/EU
MAR	Market Abuse Regulation. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus markkinoiden väärinkäytöstä, EU 596/2014
MAR Q&A	ESMA:n Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR).
MIFID II	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/Eu muuttamisesta
MIFIR	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 600/2014 rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta
MIFID II ja MIFIR Q&A	ESMA Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics.
MTF	Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä
OYL	Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624
OTF	Organisoitu kaupankäyntijärjestelmä
Pörssin sisäpiiriohje	Nasdaq Helsinki Oy:n laatima pörssin sisäpiiriohje, 3.1.2018
Pörssin säännöt	Nasdaq Helsinki Oy:n laatimat Helsingin pörssin säännöt, 3.1.2018
SEUT	Sopimus Euroopan unionin toiminnasta
SipaL	Sijoituspalvelulaki 14.12.2012/74
VAML	Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495, kumottu 1.1.2013 (vanha arvopaperimarkkinalaki)

VMAD

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi  
sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista  
(markkinoiden väärinkäyttö), 2003/6/EY, kumottu 3.7.2016

Tämän pro gradu-tutkielman aiheena on liikkeeseenlaskijan johtotehtävissä toimivan henkilön lähipiiriyhteisöitä koskeva sääntely. Tutkielmassa pyritään selvittämään, millaista lähipiiriä koskeva sääntely on ja miksi se on tarpeellista. Esimerkkinä käytetään markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (markkinoiden väärinkäyttöasetus EU/596/2014, jäljempänä MAR) 3 (26) (d) artiklan mukaista lähipiiriyhteisön asemaa ja lähipiiriyhteisön aseman syntymiseen vaikuttavia tekijöitä. Erityisesti tarkastellaan niin sanotuille vaikutusvaltaisyhteisöille syntyvää lähipiiriyhteisön asemaa ja sen kriteereitä. Tässä yhteydessä pyritään selvittämään, millaisen käytännön toiminnan tai toimien katsotaan olevan sellaisia, että liikkeeseenlaskijan johtohenkilön vaikutusvaltaisyhteisölle syntyy MAR:n mukainen lähipiiriyhteisön asema.

Oikeudellisesti kysymykset sääntelyn merkityksestä ja laajuudesta sekä lähipiiriyhteisön määritelmästä ovat mielenkiintoisia ja merkittäviä, sillä ennakoimattomuus ja erilaiset tulkinnat esimerkiksi vaikutusvaltaisyhteisön asemasta johtohenkilön lähipiiriyhteisönä sekä lähipiiriyhteisön käsitteestä voivat heikentää arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta. Lähipiiriyhteisön määritelmä on kirjattu MAR:iin ja asetuksena se on suoraan sovellettavaa oikeutta kaikissa EU-valtioissa.<sup>1</sup> MAR:n tulkinta on kuitenkin aiheuttanut epäselvyyksiä ja erilaisia tulkintoja sen voimaantulosta vuonna 2016 lähtien.<sup>2</sup>

Epäselvyyttä ja erilaisia tulkintoja on muodostunut etenkin siitä, katsotaanko kaikki niin sanotut määräysvalta- ja vaikutusvaltaisyhteisöt johtohenkilön lähipiiriksi, vai edellytetäänkö vaikutusvaltaisyhteisöjen osalta johtohenkilöltä johtoaseman lisäksi myös muuta taloudellista yhteyttä vaikutusvaltaisyhteisöön. Selvää on, että tulkinnalliset epäselvyydet saattavat johtaa ja käytännössä johtivatkin erilaisiin kansallisiin tulkintoihin ja soveltamiskäytäntöihin. Erilaiset käytännöt taas heikentävät sijoittajien ja muiden markkinatoimijoiden luottamusta arvopaperimarkkinoihin ja niiden toimintaan.<sup>3</sup>

Luottamus arvopaperimarkkinoihin vaarantuisi, mikäli kaupankäyntiä ja arvopaperikauppaan liittyvää sisäpiiritiedon väärinkäyttöä ei voitaisi valvoa. Valvontaa ei

---

<sup>1</sup> Raitio, 2010, s. 201; MAR 3 artiklan 1 kohdan 26d-alakohta.

<sup>2</sup> Finanssivalvonta, Markkinat - tiedote 2/2016, s. 3 - 4; Markkinat - tiedote 3/2016, s. 3 - 4; Markkinat - tiedote 2/2015, s. 8.

<sup>3</sup> Markkinat - tiedote 2/2015, s. 8.

kuitenkaan voida toteuttaa asianmukaisesti, jos markkinatoimijoiden, liikkeeseenlaskijoiden ja valvontaviranomaisten yhteiset pelisäännöt ovat sisällöltään tai tulkinnaltaan epäselviä. Heikentynyt luottamus arvopaperimarkkinoihin vaarantaisi myös kaupankäynnin kohteena olevien rahoitusvälineiden hintojen tehokkaan muodostumisen.<sup>4</sup>

Mikäli markkinaosapuolten lakisääteiset velvollisuudet ja johtohenkilöiden lähipiirin laajuus ovat epäselviä ja kaikille markkinaosapuolille yhteisten sääntöjen tulkinnat eroavat toisistaan, arvopaperimarkkinoiden tehokkuus, vakaus ja sujuvuus sekä toimiville arvopaperimarkkinoille tärkeä informaatiotasapaino eri markkinaosapuolten välillä ovat uhattuna. Epäselvät velvollisuudet lisäävät todennäköisesti lähipiirin liiketoimista tehtyjen ilmoitusten määrää huomattavasti eivätkä kaikki ilmoitetut liiketoimet todennäköisesti olisi arvopaperimarkkinoiden toiminnan kannalta relevantteja. Markkinatoimijoiden informaatiotasapaino heikentyisi, jos lähipiiriliiketoimista julkaistaisiin myös markkinoiden kannalta epärelevantit ilmoitukset, sillä ilmoitusten määrä kasvaisi näin huomattavasti nykyisestä ja markkinatoimijoiden olisi vaikeampaa erottaa markkinoiden toimintaan tosiasiallisesti vaikuttavat liiketoimet.<sup>5</sup> Eri markkinaosapuolten tasapuolinen tiedonsaanti on turvattu arvopaperimarkkina- (746/2012, jäljempänä AML), joten myös liiketoimien julkaisun tulisi tavoitella tätä.<sup>6</sup>

Lähipiiriyhteisöitä koskevan sääntelyn sekä lähipiiriyhteisöksi luokiteltavan vaikutusvaltaisyhteisön määritelmän selventäminen luo vankemman pohjan arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetulle luottamukselle sekä yhtenäisille markkinakäytännöille. Lisäksi se luo yhdenmukaisempaa sovelluskäytäntöä sekä harmonisoi arvopaperimarkkinoita koskevan EU-sääntelyn tulkintaa. Samalla se myös selventää osaltaan syitä sille, miksi lähipiiriyhteisöiden sääntely nähdään hyvin tärkeänä osana arvopaperimarkkinaoikeudellista sääntelyä.

---

<sup>4</sup> Häyrynen - Parkkonen, 2006, s. 1-2.

<sup>5</sup> Eloranta, 2016, MAR - vaikutusvaltaisyhteisö lähipiiriäsi? - blogi, Directors' Institute Finland, katsottu 2.10.2018.

<sup>6</sup> AML 746/2012, 1:4 §. Pykälän mukaan liikkeeseenlaskija on velvollinen pitämään tasapuolisesti sijoittajien saatavilla riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.

## 1.1 Taustatietoa tutkielman aiheesta

MAR astui voimaan 1.7.2016. MAR sääntelee markkinoiden väärinkäyttöä koko EU:n alueella ja sen tulkintaan liittyi epäselvyyksiä jo ennen sen voimaantuloa. EU:n eri jäsenvaltioita varten käännetyt MAR:n kieliversiot poikkesivat hieman toisistaan ja tämä aiheutti erilaisia tulkintoja EU:n jäsenvaltioiden toimivaltaisten valvontaviranomaisten sekä liikkeeseenlaskijoiden keskuudessa. Epäselvyys kohdistui etenkin MAR:n 3 artiklan 1 kohdan 26 d) -alakohdassa määriteltyn liikkeeseenlaskijan johtotehtävissä toimivien henkilöiden (jäljempänä "johtohenkilö") lähipiiriin kuuluvan oikeushenkilön, eli niin sanotun lähipiiriyhteisön, määritelmään.<sup>7</sup> Lisäksi epäselvää oli, mitä tarkoitetaan lähipiiriyhteisön määritelmässä mainitulla johtotehtävien hoitamisella osana lähipiiriyhteisön kriteeriä. Epäselvyydet koskivat etenkin sitä, edellytetäänkö johtohenkilöltä omistussuutta tai muuta taloudellista intressiä lähipiiriyhteisöönsä, vai aiheuttaako pelkästään johtotehtävissä toimiminen tai muu muodollinen asema yhteisön johdossa lähipiiriyhteisön aseman.<sup>8</sup>

Ongelmaksi muodostui kysymys siitä, ovatko ainoastaan määräysvaltayhteisöt lähipiiriyhteisöjä vai katsotaanko myös kaikkien niin sanottujen vaikutusvaltayhteisöjen olevan johtohenkilön lähipiiriä. Käytännössä jouduttiin miettimään, tuleeko johtohenkilön taloudellisten etujen olla suurin piirtein samat kuin vaikutusvaltayhteisön taloudelliset edut, vai riittääkö esimerkiksi pelkkä jäsenyys pörssiyhtiön hallituksessa tai hallintoneuvostossa luomaan yhtiölle tai muulle yhteisölle lähipiiriyhteisön aseman ja sen myötä ilmoitusvelvollisuuden liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineillä tehdyistä liiketoimista.<sup>9</sup>

Tulkintaepäselvyydet siitä, mitkä yhteisöt katsotaan liikkeeseenlaskijoiden johtotehtävissä toimivien henkilöiden lähipiiriyhteisöiksi, loivat erilaisia toimintamalleja ja tulkintoja Suomessa ja muualla Euroopassa. Etenkin useampien yhteisöjen johdossa toimivien henkilöiden lähipiiri olisi kasvanut huomattavan suureksi, mikäli kaikki luottamustoimet erilaisissa yhteisöissä olisi katsottu MAR:n tarkoittamaksi johtotehtävissä toimimiseksi. Lisäksi yhteisöjen julkaisemien pörssitiedotteiden määrä olisi moninkertaistunut ja yhteisöille asetetut muut velvoitteet olisivat lisääntyneet suuressa määrin. Lisääntynyt

---

<sup>7</sup> MAR 3 artiklan 1 kohdan 26 d) alakohta.

<sup>8</sup> Finanssivalvonta, Markkinat-tiedote 2/2016, s. 3 - 4.

<sup>9</sup> Finanssivalvonta, Markkinat-tiedote 3/2016, s. 3 - 4.

velvoitteiden määrä etenkin yhteisöissä, joiden tarkoituksena ei ole voitontavoittelu, vaan esimerkiksi jonkin yleishyödyllisen tarkoituksen tukeminen, olisi johtanut merkittävään työmäärän ja lakisääteisten velvoitteiden lisäykseen. Suurempana huolena lienee kuitenkin ollut arvopaperimarkkinoiden kannalta turhien tai vähäpätöisten ilmoitusten kasvava määrä, joka vaikeuttaisi arvopaperimarkkinoiden toiminnan kannalta olennaisten ilmoitusten huomaamista pörssitiedotemassan joukosta.<sup>10</sup>

Useat jäsenvaltiot esittivät vuoden 2016 aikana Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselle (European Securities and Markets Authority, jäljempänä ESMA) kysymyksiä siitä, miten kyseistä MAR:n kohtaa tulisi tulkita, jotta epäselvyyksiltä välttyttäisiin tulevaisuudessa. Kysymyksissä pyydettiin tarkennusta siihen, luoko pelkkä muodollinen johtopositio lähipiiriyhteisön aseman vai edellytetäänkö johtohenkilöltä johtotehtävien hoitamisen lisäksi esimerkiksi omistusosuutta yhteisöstä tai muuta taloudellista intressiä yhteisöön. ESMA vei kysymykset Euroopan komission arvioitavaksi.<sup>11</sup>

Suomessa markkinavalvojana toimiva Finanssivalvonta (jäljempänä Fiva) loi oman tulkintasuosituksensa, jota noudatettiin Suomessa ESMA:n selvityksen julkistamiseen asti. Fiva tiedotti 15.6.2016 ottavansa niin sanotun aikalisän asiassa ja aikovansa odottaa tilanteen selviämistä ennen pysyvien toimintaohjeiden laatimista.<sup>12</sup> Samassa yhteydessä Fiva ilmoitti, että se ei MAR:n voimantulosta huolimatta vaadi ennen ESMA:n tarkempaa kannanottoa sellaisten lähipiiriyhteisöjen liiketoimien ilmoittamista, joista johtohenkilöllä ei ole omistusosuutta tai muuta taloudellista yhteyttä. Fivan väliaikaisen tulkinnan mukaan yhteisö katsottiin johtohenkilön lähipiiriyhteisöksi, jos johtohenkilöllä oli muodollinen johtoasema yhteisössä ja sen lisäksi vähintään 10 % omistusosuus yhteisöstä.<sup>13</sup> Väliaikainen tulkinta perustui sittemmin kumottuun AML:n mukaiseen tulkintaan lähipiiriyhteisöistä.<sup>14</sup>

ESMA otti kantaa jäsenvaltioiden esittämiin kysymyksiin 6.7.2017 julkaisemassaan kannanotossa. Kannanottoa epäselvyyksiin odotettiin siis lähes vuoden ajan. ESMA:n

---

<sup>10</sup> Finanssivalvonnan verkkouutinen 15.6.2016.

<sup>11</sup> Finanssivalvonta, Markkinat-tiedote 2/2016, s. 3-4.

<sup>12</sup> Finanssivalvonnan verkkouutinen 15.6.2016.

<sup>13</sup> Finanssivalvonta, Markkinat-tiedote 3/2016, s. 3 - 4.

<sup>14</sup> AML 12:6.1 §, kumottu lailla 519/2016 3.7.2016.

mukaan johtotehtävien hoitamisella tarkoitetaan toimia, joissa liikkeeseenlaskijan johtohenkilö tai hänen lähipiiriinsä kuuluva luonnollinen henkilö (esimerkiksi puoliso tai muu perheenjäsen) osallistuu tai vaikuttaa toisessa oikeushenkilössä, trustissa tai henkilöyhtiössä tehtävään sijoituspäätökseen, joka liittyy johtohenkilön edustaman liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineeseen. Johtohenkilön on siis osallistuttava tai vaikutettava päätöksentekoon liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineellä tehtävästä transaktiosta.<sup>15</sup>

Näin ollen lähipiiriyhteisöitä olisivat ESMA:n ohjeistuksen mukaan sellaiset yhteisöt, joissa johtohenkilö osallistuu tai vaikuttaa edustamansa liikkeeseenlaskijan rahoitusvälinettä koskevan sijoituspäätöksen tekoon. Tutkielman aiheen kannalta mielenkiintoiseksi kysymykseksi muodostuu siis se, mitkä käytännön toimet katsotaan sijoituspäätökseen osallistumiseksi tai vaikuttamiseksi ja mitkä toimet taas voidaan rajata sijoituspäätöksiin vaikuttamisen ja osallistumisen ulkopuolelle.

## **1.2 Keskeiset käsitteet**

Seuraavaksi käydään läpi joitain tässä tutkielmassa esiintyviä käsitteitä, joiden käyttöä on tarpeen selventää.

AML:sa säädetään sisäpiirintiedosta ja MAR:ssa sisäpiiritiedosta. Näillä käsitteillä tarkoitetaan samanlaista tietoa, eli rahoitusvälineeseen suoraan tai välillisesti liittyvää luonteeltaan täsmällistä, julkistamatonta tietoa, jolla julki tullessaan todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineen tai siihen liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan.<sup>16</sup> Tässä tutkielmassa tällaisesta tiedosta käytetään pääsääntöisesti MAR:issa käytettyä käsitettä *sisäpiiritieto*.

Tutkielmassa käytetään käsitettä *johtohenkilö* kuvaamaan liikkeeseenlaskijan tai päästöoikeuksien markkinoilla toimivan markkinaosapuolen johtotehtävissä toimivaa henkilöä, joka toimii kyseisen yhteisön hallinto-, johto- tai valvontaelimessä. Johtohenkilöllä tarkoitetaan myös henkilöä, joka ei ole edellä mainittujen elinten jäsen, mutta jolla on valtuudet tehdä johdolle kuuluvia päätöksiä ja jolla on säännöllinen pääsy kyseistä yhteisöä koskevaan sisäpiiritietoon. MAR:issa johtohenkilöistä käytetään myös

---

<sup>15</sup> MAR Q&A, A7.7, s. 19.

<sup>16</sup> AML 746/2012, 6:1 §, MAR 7 artikla; Knuts, 2011, s. 25 ja 29.

nimikettä johtotehtävissä toimiva tai johtotehtäviä hoitava. *Johtohenkilö* vastaa tässä tutkielmassa myös tällaista henkilöä.<sup>17</sup>

*Liikkeeseenlaskijalla* tarkoitetaan yhtiötä tai muuta oikeussubjektia, joka aikoo laskea tai laskee liikkeeseen rahoitusvälineitä yleisen kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla.<sup>18</sup> Tässä tutkielmassa liikkeeseenlaskija on yleensä yhtiö, jossa johtohenkilö toimii johtotehtävissä esimerkiksi toimitusjohtajana tai hallituksen jäsenenä. Tällaisessa tilanteessa johtohenkilön lähipiiriin kuuluvat yhteisöt ja luonnolliset henkilöt ovat MAR:n mukaisia lähipiiriläisiä.

*Lähipiiriläinen*-käsitteellä tarkoitetaan liikkeeseenlaskijan johtohenkilön lähipiiriin kuuluvia luonnollisia henkilöitä ja oikeushenkilöitä.<sup>19</sup> Lähipiiriläisen käsitettä käsitellään tarkemmin tutkielman luvussa 4.

*Rahoitusvälineellä* tarkoitetaan MAR:issa ja MIFID II-direktiivissä tarkoitettuja rahoitusvälineitä.<sup>20</sup> *Arvopaperilla* tarkoitetaan vaihdantakelpoista arvopaperia, joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden saman sisältöisistä oikeuksista

---

<sup>17</sup> MAR 3 artiklan 1 kohdan 25 alakohta.

<sup>18</sup> MAR 3 artiklan 1 kohdan 21 alakohta.

<sup>19</sup> MAR 3 artiklan 1 kohdan 26 alakohta.

<sup>20</sup> MAR 3 artiklan 1 kohdan 1 alakohta ja rahoitusmarkkinadirektiivin 4 artiklan 15 alakohta ja liitteen 1 osa C. Rahoitusvälineellä tarkoitetaan seuraavia: siirtokelpoiset arvopaperit; rahamarkkinavälineet; yhteissijoitusyritysten osuudet; optioita, futuureita, termiinejä ja muita johdannaissopimuksia, joiden kohde-etuutena on arvopaperi, valuutta, korko, tuotto, päästöoikeudet tai toinen johdannaissopimus, rahoitusindeksi, rahoitusmittari ja jotka voidaan toteuttaa kohde-etuus luovuttamalla tai nettoarvon tilityksellä; optiot, futuurit, termiinit ja muut johdannaissopimukset, joiden kohde-etuus on hyödyke ja jotka on toteuttava nettoarvon tilityksellä tai jotka voidaan toteuttaa nettoarvon tilityksellä jokin osapuolen niin halutessa; optiot, futuurit, swapit ja muut johdannaissopimukset, joiden kohde-etuus on hyödyke ja jotka voidaan toteuttaa kohde-etuus luovuttamalla edellyttäen, että niillä käydään kauppaa säännellyillä markkinoilla, MTF-kaupankäyntijärjestelmässä tai OTF-kaupankäyntijärjestelmässä, lukuun ottamatta johdannaissopimuksia, joiden kohde-etuutena on tukkutasen energiatuote, jolla käydään kauppaa OTF-kaupankäyntijärjestelmässä, ja jotka on toteuttava kohde-etuus luovuttamalla; optiot, futuurit, swapit ja muut johdannaissopimukset, joiden kohde-etuus on hyödyke ja jotka voidaan toteuttaa kohde-etuus luovuttamalla, mutta joita ei ole mainittu muutoin tässä kohdassa ja joita ei ole tarkoitettu kaupallisiin tarkoituksiin ja jotka ovat ominaisuuksiltaan muiden johdannaisrahoitusvälineiden kaltaisia; luottoriskin siirtoon tarkoitettut johdannaissopimukset; hinnanerosopimukset; optiot, futuurit, swapit, korkotermiinit ja muut johdannaissopimukset, joiden kohde-etuutena ovat ilmastonvaihtelut, kuljetusmaksut tai inflaatioasteet tai muut viralliset taloustilastot ja jotka on toteutettava nettoarvon tilityksellä tai jotka voidaan toteuttaa nettoarvon tilityksellä jonkin osapuolen niin halutessa (muutoin kuin maksukyvyttömyyden vuoksi tai sopimuksen päättyessä muusta syystä), sekä mutu johdannais-sopimukset, joiden kohde-etuutena ovat varat, oikeudet, velvoitteet, indeksit ja mittarit, joita ei ole mainittu tässä osassa ja jotka ovat ominaisuuksiltaan muiden johdannaisrahoitusvälineiden kaltaisia, kun otetaan huomioon muun muassa se, käydäänkö niillä kauppaa säännellyillä markkinoilla, OTF-kaupankäyntijärjestelmässä vai MTF-kaupankäyntijärjestelmässä.



annettujen arvopaperien kanssa. Näitä ovat esimerkiksi osakeyhtiön osakkeet ja muut vastaavat yhteisön osuudet ja tällaisesta oikeudesta annetut talletustodistukset, joukkovelkakirjat tai muut velkasitoumukset tai niistä annetut talletustodistukset, muut arvopaperit, jotka oikeuttavat myymään tai hankkimaan arvopaperin, tai arvopaperi, jona perusteella voi saada arvopaperin, valuutan, koron tai tuoton, hyödykkeen tai muun indeksin tai arvon perusteella määräytyvän käteissuorituksen, sekä sijoitusrahastolaissa tarkoitetut rahasto-osuudet tai muut siihen rinnastettavat yhteissijoitusyritysten osuudet.<sup>21</sup>

Käsitteitä rahoitusväline ja arvopaperi käytetään tässä tutkielmassa (hieman virheellisesti) toistensa synonyymeinä, sillä Suomen kansallinen lainsäädäntö sääntelee arvopapereita ja EU:n lainsäädäntö, etenkin MAR, rahoitusvälineitä. Arvopaperi on käsitteenä hieman rahoitusvälinettä suppeampi, sillä rahoitusväline kattaa laajemmin erilaisia instrumentteja. MAR:n myötä kaikki MAR:in mukaiset velvollisuudet siirtyivät esimerkiksi vanhasta arvopaperimarkkinalaista poiketen koskemaan rahoitusvälineitä, eivät ainoastaan arvopapereita. Muutos laajensi sääntelykehikkoa ja sen soveltamisalaa. Suomen kansallisessa sääntelyssä puhutaan edelleen arvopapereista, mutta toisaalta AML sisältää nykyään viittaussäännökseen MAR:iin, jolla MAR ja sen laajempi instrumenttiulottuvuus tuotiin osaksi suomalaista arvopaperimarkkinalainsäädäntöä. Lisäksi MAR on asetuksena suoraan sovellettavaa oikeutta EU-alueella, joten käytännössä ylikansallinen EU-sääntely on tuonut tiukemman sääntelyn ulottumaan nimenomaisesti rahoitusvälineisiin, ei ainoastaan arvopapereihin. Kahden termin ero tulee siis huomioida, vaikka molempia käytetäänkin tässä tutkielmassa.<sup>22</sup>

### **1.3 Rajaukset**

Tämä tutkielma käsittelee lähipiirin sääntely-ympäristöä ja liikkeeseenlaskijan johtotehtävissä toimivan henkilön tai tämän lähipiiriläisen lähipiiriin kuuluvien yhteisöiden asemaa ja niihin liittyviä kysymyksiä. Näin ollen muita MAR:n mukaisia lähipiiriläisiä ja niihin liittyviä mahdollisia kysymyksiä ei juurikaan käsitellä tässä tutkielmassa. Lisäksi käsittely on rajattu käsittelemään suurimmaksi osaksi johtotehtävien hoitamiseen liittyvien lähipiiriyhteisöjen ja vaikutusvaltaisyhteisöiden asemaa. Esimerkiksi perhesuhteiden ja välillisen tai välittömän määräysvallan tai taloudellisen edun vuoksi lähipiiriläisiksi

---

<sup>21</sup> AML 2:1 §; sijoitusrahastolaki 48/1999 1:2.6 §; Raitio, 2010, s. 201.

<sup>22</sup> Häyrynen - Kajala, 2013, s. 64 - 71; Fivan ja Nasdaq Helsingin listayhtiötilaisuuksien 9 - 11.5.2016 esitysmateriaali, koostaneet Ville Kajala, Pia Ovaska, Anu Lassila-Lonka ja Tapani Manninen.

luokiteltavia luonnollisia henkilöitä ja oikeushenkilöitä käsitellään vain lyhyesti siinä määrin kuin se on tarpeen tutkielman varsinaisen aiheen tueksi ja lähipiiriin liittyvää sääntelyä koskevan kokonaisuuden ymmärtämiseksi.

Tutkielman aihetta ja lähipiiriyhteisöjä käsitellään pääasiassa liikkeeseenlaskijoihin liittyvistä näkökulmista. Näin ollen esimerkiksi johtohenkilön määritelmään sisältyvät päästöoikeuksien haltijoiden johdossa toimiviin henkilöihin ja muiden yhteisöiden johdossa toimiviin henkilöihin liittyvät asiat jäävät tutkielmassa melko vähälle huomiolle eikä niitä käsitellä juurikaan.

Tutkielmassa käsitellään ensisijaisesti lähipiiriyhteisön asemaa ja tulkintoja suomalaisessa oikeusjärjestelmässä huomioiden kuitenkin sen, että Suomen oikeusjärjestelmä on kansallisista erityispiirteistään huolimatta myös osa Euroopan unionin sääntelyä.

#### **1.4 Metodit ja aineisto**

Tässä tutkielmassa käytetään ensisijaisena metodina lainoppia, eli oikeusdogmatiikkaa. Oikeusdogmatiikan tutkimuskohteena on voimassa oleva oikeus, jota myös tämän tutkielman aihe, eli viime kädessä MAR:n ja muun arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tulkinta ja sisältö, koskee.<sup>23</sup> Lainopin tarkoituksena on selvittää voimassa olevan oikeuden ja ennen kaikkea oikeusnormien sisältöä. Käytännössä siis tutkitaan, mikä on voimassa olevaa oikeutta ja mikä merkitys sillä on.<sup>24</sup> Lainoppi on myös määritelty niin, että sen katsotaan systematisoivan ja tulkitsevan säännöksiä.<sup>25</sup>

Lainoppi voidaan jakaa sen mukaan, millaisia kannanottoja se tuottaa ja mikä kannanottojen tarkoitus on. Lainoppi voidaan jakaa käytännölliseen ja teoreettiseen lainoppiin<sup>26</sup> tai tulkinta- ja normikannanottoja muodostaviin lainopin haaroihin.<sup>27</sup> Käytännöllinen lainoppi tulkitsee normeja ja esittää tulkintansa pohjalta niin sanottuja tulkintakannanottoja. Teoreettinen lainoppi taas muodostaa oikeudellisia teorioita ja yleisiä oppeja.<sup>28</sup> Käytännössä jako kannanottoja muodostavaan lainoppiin tai käytännölliseen ja

---

<sup>23</sup> Hirvonen, 2011, s. 21.

<sup>24</sup> Hirvonen, 2011, s. 22 - 23.

<sup>25</sup> Aarnio, 1978, s.52.

<sup>26</sup> Aarnio, 2011, s. 104.

<sup>27</sup> Hirvonen, 2011, s. 22.

<sup>28</sup> Aarnio, 2011, s. 104.

teoreettiseen lainoppiin on jako melko samanlaisiin lainopin haaroihin. Toisen tarkoituksena on tutkia teoriaa ja muodostaa erilaisia oppeja, toinen taas pyrkii luomaan käytännön työtä helpottavia suosituksia. Lisäksi lainopilla voidaan selvittää säännösten yhteiskunnallista roolia ja merkitystä sekä käyttää arvoja ja arvostuksia lainopillisen päättelyn perusteina.<sup>29</sup>

Käytännöllisen lainopin ensisijaisena tutkimuslähteenä ovat erilaiset kirjat, artikkelit, virallislähteet ja muut kirjalliset, oikeudelliset lähteet kuten voimassa olevat lait.<sup>30</sup> Edellä mainitut kirjalliset lähteet ovat myös tämän tutkielman ensisijaisia lähteitä. Sen vuoksi tutkielman pääasialliseksi metodiksi valittiin käytännöllinen lainoppi.

Tutkielman tarkoituksena on muodostaa käsitys siitä, millaiset käytännön toimet aiheuttavat johtohenkilön vaikutusvaltauyhteisölle lähipiiriyhteisön aseman. Näin ollen voidaan todeta, että tutkielman tarkoituksena on muodostaa tulkintakannanotto MAR:n ja lähipiiriyhteisön käsitteen tulkinnasta. Toisaalta aihetta lähestytään teorian kautta ja ensisijainen tutkimuskohde on jo olemassa oleva teoria lainsäädännöstä ja erilaisesta pehmeästä sääntelystä, joten oikeastaan metodina käytetään sekä käytännöllisen että teoreettisen lainopin menetelmiä tutkimalla ensin teorioita ja koittamalla sen jälkeen soveltaa teorioiden oppeja käytännön toimintaan.

Lainoppi voi olla myös esimerkiksi normikuvaus, normiväite tai normisuositus. Niiden avulla muodostetaan väitteitä oikeusjärjestyksen sisällöstä ja siitä, mitä tulisi hyväksyä oikeusjärjestyksessä, sekä ehdotuksia siitä, mitä oikeusjärjestykseen voisi lisätä tai poistaa.<sup>31</sup> Tutkielmassa pyritään myös luomaan väitteitä siitä, mikä oikeusjärjestyksen sisältö on vastaamalla kysymykseen siitä, mitä lähipiiriyhteisön asema edellyttää, mitä sijoituspäätöksiin osallistumisella ja/tai vaikuttamisella tarkoitetaan ja miksi kyseistä aihetta säännellään niin yksityiskohtaisesti.

Tutkielmassa pyritään huomioimaan arvopaperimarkkinaoikeudelliset ja muut arvopaperimarkkinoihin liittyvät näkökulmat. On kuitenkin todettava, että mikään oikeudenala ei elä tyhjiössä, jossa ainoastaan kyseisellä oikeudenalalla olisi merkitystä. Tämä koskee myös arvopaperimarkkinaoikeutta. Arvopaperimarkkinaoikeus on tiiviissä

---

<sup>29</sup> Aarnio, 1978, s. 53; Aarnio, 1988, s. 60 - 61.

<sup>30</sup> Aarnio, 2011, s. 104.

<sup>31</sup> Niiniluoto, 1999, s. 369; Kotiranta, 2014, s. 21.

yhteydessä esimerkiksi yhtiöoikeuden, velvoite- ja sopimusoikeuden, varallisuus oikeuden, informaatio-oikeuden, oikeustaloustieteen sekä rikosoikeuden kanssa. Tätä ei voi jättää huomiotta arvopaperimarkkinaoikeutta tarkasteltaessa. Tästä huolimatta lienee kuitenkin selvää, että arvopaperimarkkinaoikeus on itsenäinen oikeudenala eikä vain osa jotain muuta oikeudenalaa. Sen tulkintaan ja oikeuslähdeoppiin voidaan kuitenkin soveltaa useampien oikeudenalojen metodeja ja periaatteita.<sup>32</sup>

Arvopaperimarkkinaoikeudessa ei ole katsottu olevan täysin itsenäistä arvopaperimarkkinaoikeudellista tulkintametodia, vaan arvopaperimarkkinaoikeuden tulkintakeinot pohjaavat yleensä muihin, yleisempiin tulkintakeinoihin. Arvopaperimarkkinaoikeudessa ja sen tulkinnassa on kuitenkin syytä painottaa ennustettavuutta, sillä ennakoimaton tulkinta lisää riskejä arvopaperimarkkinoilla ja vähentää näin arvopaperimarkkinoiden toiminnan tehokkuutta.<sup>33</sup> Puhtaasti arvopaperimarkkinaoikeudellisten metodien löytäminen voi olla haastavaa edellä mainittujen syiden johdosta.

Arvopaperimarkkinaoikeus on korostetusti myös talouteen liittyvä oikeudenala. Talous laajempänä käsitteenä perustuu yleensä sääntelyyn, jonka asettamissa rajoissa markkinat toimivat. Sääntely toteuttaa erilaisia tavoitteita, joilla pyritään säilyttämään talouden tehokkuus ja tehokkuutta edistäviä tekijöitä, kuten esimerkiksi luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan.<sup>34</sup> Luottamusta arvopaperimarkkinoihin ylläpidetään myös rikosoikeudellisilla keinoilla, ja esimerkiksi EU:n sääntelyn lähtökohtana on taloudellisen rikollisuuden torjuminen. Unionin tasolla harmonisointitoimenpiteet ovat kohdistuneet etenkin talousrikoksiin, ja niiden sisällä arvopaperimarkkinarikoksiin, kuten esimerkiksi sisäpiiritiedon väärinkäyttöön.<sup>35</sup>

Rikosoikeudellista ja etenkin oikeustaloustieteellistä näkökulmaa arvopaperimarkkinaoikeudessa ei voida sivuuttaa kokonaan myöskään tässä tutkielmassa, vaan molemmat tulevat jossain määrin esiin tutkielman edetessä. Oikeustaloustieteellä tarkoitetaan yleensä lainsäädännön taloudellista tulkintaa, eli sääntelyn ja ratkaisuiden

---

<sup>32</sup> Kotiranta, 2014, s. 16 - 18.

<sup>33</sup> Knuts, 2010a, s. 182 - 183.

<sup>34</sup> Kotiranta, 2015, s. 708.

<sup>35</sup> MAD 1 artikla.

taloudellisten vaikutusten arviointia.<sup>36</sup> Tutkielmassa on käytetty edellä kuvatusti joitain piirteitä oikeustaloustieteestä etenkin informaatioekonomian ja informaatioasymmetrian näkökulmasta. Tutkielman aiheen kannalta sekä oikeustaloustieteelliset että arvopaperimarkkinarikosoikeudelliset näkökulmat ovat relevantteja, sillä lähipiirisääntelyllä pyritään ehkäisemään sisäpiiririkosten avulla hankittuja oikeuttamattomia taloudellisia etuja. Lisäksi arvopaperimarkkinoiden toimintaan kuuluu oleellisesti taloudellinen näkökulma juridisen näkökulman lisäksi.

Arvopaperimarkkinarikoksia, ja talousrikoksia yleisesti, tulkitaan usein teleologisella tulkinnalla, jonka tavoitteena on tulkita lakia sen tarkoitusten ja tavoitteiden mukaisesti, sillä talousrikokset poikkeavat usein hieman muista rikoslajeista ja talouspoliittiset päämäärät ohjaavat usein laintulkintaa.<sup>37</sup> Tutkielman pääpainopiste ei kuitenkaan ole rikosoikeudellisissa seikoissa, vaan lähipiiriyhteisöitä koskevan sääntelyn sisällössä. Tämän vuoksi oikeustaloustiedettä painotetaan huomattavasti enemmän kuin rikosoikeudellisia näkökulmia. Oikeustaloustieteen piirteitä esiintyy tutkielmassa etenkin johtopäätösten yhteydessä.

Tutkielmassa esiintyy lainopillisen metodin ja oikeustaloustieteen lisäksi jonkin verran myös oikeusvertailevaa tutkimusta sivuavaa metodologiaa käyttäviä osioita, joissa verrataan esimerkiksi arvopaperimarkkinaoikeuden käyttämiä käsitteitä. Oikeusvertailuilla tarkoitetaan yleensä kansainvälistä vertailevaa tutkimusta, jonka tutkimuskohteena ovat eri valtioiden oikeusjärjestelmät ja niiden erot. Tässä tutkielmassa oikeusvertailu ei siis vastaa täysin yleistä käsitystä oikeusvertailusta, sillä vertailua tehdään eri oikeudenalojen käsitteiden, ei eri kansallisten oikeusjärjestysten, välillä.<sup>38</sup>

Huomionarvoista on se, että tutkielman tekoa ei voida lokeroida täysin vain yhden metodin varaan. Erilaiset tutkimusmenetelmät ovat jatkuvassa vuorovaikutuksessa keskenään. Esimerkiksi teorian kautta teoreettisessa lainopissa muodostetut käsitykset luovat pohjan käytännöllisessä lainopissa muodostettavalle tulkintakannanotolle. Samankaltainen vuorovaikutus vaikuttaa myös muiden metodien välillä.<sup>39</sup>

---

<sup>36</sup> Timonen, 1998, s. 100.

<sup>37</sup> Kotiranta, 2015, s. 709 - 715.

<sup>38</sup> Husa, 2013, s. 30 - 31.

<sup>39</sup> Aarnio, 2011, s. 105.

Tutkielmassa pyritään oikeusdogmatiikan, oikeustaloustieteen ja jossain määrin hieman sovelletuin oikeusvertailun keinoin antamaan vastaus siihen, millainen sijoituspäätökseen vaikuttaminen tai osallistuminen luo yhteisölle lähipiiriaseman. Oikeusdogmatiikassa ensisijaiset lähteet ovat yleensä niin sanottuja yleisesti hyväksytyjä lähteitä, eli lainsäädäntöä, oikeuskäytäntöä, lakien esitöitä sekä oikeusdogmatiikkaan suuntautunutta kirjallisuutta.<sup>40</sup>

Ensisijaisesti tässä tutkielmassa käytetään lähteinä kotimaista ja ulkomaista sääntelyä, lainvalmisteluaineistoa ja oikeuskirjallisuutta, oikeustieteellisiä artikkeleita sekä erilaisten viranomaisten antamia tulkintasuosituksia ja -ohjeita. Tutkielmassa käytetään kattavasti myös erilaisia arvopaperimarkkinoita koskevia pehmeän sääntelyn instrumentteja, jotka tukevat normien tulkintoja avaamalla normien sisältöä tietyssä käyttöympäristössä. Hyvä esimerkki tällaisesta pehmeästä sääntelystä ovat valtiovarainministeriön hyväksymät Pörssin säännöt, jotka antavat toimintaohjeita Helsingin pörssissä kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden liikkeeseenlaskijoille.<sup>41</sup> Ohjeet täydentävät voimassa olevia varsinaisia normeja ja toimivat sen vuoksi tutkielmassa arvokkaana apuna tulkintakannanottojen muodostamisessa.

Oikeudellisten lähteiden lisäksi tutkielmassa on käytetty melko paljon erilaisia julkisesti saatavilla olevia lähteitä, kuten esimerkiksi eri viranomaisten verkkosivustoilla olevaa tietoa ja erilaisten markkinaosapuolten sekä yhdistysten kannanottoja, sillä nykyisen tasoinen lähipiirisääntely on verrattain uutta. Tämän vuoksi akateemista lähdemateriaalia on käytettävissä rajallisesti. Lähdemateriaalin laajentaminen tuo tutkielmaan markkinaosapuolten käytäntöjä lähempänä olevan näkökulman ja laajentaa näin aiheen käsittelyä.

## **1.5 Tutkielman kulku**

Tutkielman alussa käsitellään tutkielman aihetta ja sen taustoja. Lisäksi käsitellään lähipiiriyhteisöitä koskevan tulkintaongelman syntyä ja esitellään tutkielmassa käytettävät metodit ja lähteet. Luvussa kaksi (2) käsitellään syitä sille, miksi arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely, etenkin lähipiiriyhteisöiden osalta, on tarpeellista ja luonteeltaan hyvin yksityiskohtaista. Luvussa kolme (3) käydään läpi lähipiiriyhteisöihin liittyvää sääntelyä

---

<sup>40</sup> Kleineman, 2013, s. 21.

<sup>41</sup> Pörssin säännöt, 2018, s. 2.

sekä arvopaperimarkkinoita laajemmin koskeva sääntelykehikko, eli tutkielman aihetta koskeva normatiivinen ympäristö. Sääntely-ympäristöä koskevassa luvussa käsitellään sekä lainsäädäntöä että aiheeseen liittyvää pehmeää sääntelyä. Lisäksi luvussa esitellään lyhyesti lähipiirisääntelyä valvovat valvontaviranomaiset ja niiden valvontatoiminta.

Luvussa neljä (4) selvitetään tarkemmin lähipiiriyhteisön määritelmää ja lähipiiriläisen aseman syntymistä sekä lähipiiriyhteisön asemasta johtuvia velvollisuuksia. Luvussa viisi (5) tarkastellaan sijoituspäätöksiin osallistumisen ja vaikuttamisen tulkintaa erilaisista näkökulmista ja esitellään erilaisia mahdollisia tulkintamalleja vaikutusvaltayhteisöiden lähipiiriaseman määrittämiselle. Lopuksi esitellään johtopäätökset ja pyritään vastaamaan siihen, miten vaikutusvaltayhteisölle syntyy lähipiiriyhteisön asema, miten lähipiiriyhteisön aseman syntymistä tulisi tulkita ja miksi arvopaperimarkkinoilla tarvitaan tällaista sääntelyä.

## MIKSI LÄHIPIIRIYHTEISÖT JA JOHTOHENKILÖIDEN LÄHIPIIRI OVAT SÄÄNTELYN KOHTEENA?

Liikkeeseenlaskijoiden johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä sääntelyn lähtökohtana on se, että kaiken kaupankäynnin ja kaupankäyntitapojen on ylläpidettävä ja herätettävä luottamusta arvopaperimarkkinoihin ja niiden toimintaan.<sup>42</sup> Lisäksi johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimia koskevan avoimuuden lisäämisen odotetaan ennaltaehkäisevän markkinoiden väärinkäyttöä, erityisesti sisäpiirikauppoja.<sup>43</sup> Sisäpiirikaupoilla tarkoitetaan liiketoimia rahoitusvälineellä, josta henkilöllä on hallussaan julkistamatonta sisäpiiritietoa. Henkilön asemalla esimerkiksi liikkeeseenlaskijassa ei ole merkitystä, vaan merkitsevä tekijä sisäpiirikaupoissa on henkilön hallussa oleva sisäpiiritieto riippumatta siitä, mistä hän on kyseisen tiedon saanut.<sup>44</sup>

Johtohenkilöiden ja heidän lähipiiriinsä tekemien liiketoimien julkistaminen ja julkistamista koskeva sääntely tarjoaa myös toimivaltaisille valvontaviranomaisille keinon valvoa markkinoita ja niiden toimintaa laajemmin.<sup>45</sup> Seuraavaksi käydään tarkemmin läpi syitä sille, miksi johtohenkilöiden lähipiiriä säännellään nykyään hyvin tarkasti ja yksityiskohtaisesti. Samalla esitellään arvopaperimarkkinoita yleisesti koskevia periaatteita ja toimintatapoja, kuten esimerkiksi hyvä arvopaperimarkkinatapa ja sijoittajansuoja.

### 2.1 Hyvä arvopaperimarkkinatapa

Hyvä arvopaperimarkkinatapa on lakisääteinen yleisperiaate, jota käytetään arvopaperimarkkinaoikeudessa kuvaamaan arvopaperimarkkinoilla hyväksytyjä toimintatapoja. Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla on yleensä tarkoitettu periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista on valistuneen ja puolueettoman arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan mielipiteen mukaan pidettävä oikeana ja kaikkien osapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Arvopaperimarkkinoiden toimijat eivät saa toimia hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti.<sup>46</sup>

---

<sup>42</sup> Pörssin sisäpiiriohje, s. 26

<sup>43</sup> MAR 596/2014, johdanto-osan perustelukappale 58.

<sup>44</sup> Cox - Hillman - Langevoort, 2013, s. 905.

<sup>45</sup> MAR johdanto-osan perustelukappale 59.

<sup>46</sup> AML 746/2012, 1:2 §; Keskuskauppakamarin lausunto valtiovarainministeriölle 30.11.2011.



Yleissäännös hyvästä arvopaperimarkkinatavasta koskee AML:n koko soveltamisalaa ja kaikkia rahoitusvälineitä ja sen piirissä ovat kaikki arvopaperimarkkinoilla luonnolliset henkilöt ja oikeushenkilöt. Yleissäännöksen tuominen AML:iin tarkoittaa käytännössä sitä, että esimerkiksi sijoituspalvelujen tarjoajat, rahoitusvälinekauppojen kaikki osapuolet, rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijat ja muut tarjoajat, julkisen ostotarjouksen tekijät sekä muut mahdolliset arvopaperimarkkinoiden osapuolet kuuluvat säännöksen piiriin.<sup>47</sup>

Nykyinen kielto toimia hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti on laajentunut hieman sen edeltäjästä, jossa todettiin, että arvopaperikaupassa tai sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa ei saa käyttää hyvän tavan vastaista tai sopimatonta menettelyä. Nykyistä säännöstä edeltänyt kielto oli siis suurpiirteisempi ja se kohdistui arvopaperikauppaan. Nykyinen kielto säännös koskee kaikkea arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaa toimintaa.<sup>48</sup>

Hyvää arvopaperimarkkinatapaa ohjaavat etenkin Fivan antamat ohjeet ja suositukset, sekä arvopaperimarkkinoiden itsesääntely. Fivan ohje- ja suositusvalta perustuu sen lakisääteiseen tehtävään edistää hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla, mukaan lukien arvopaperimarkkinoilla.<sup>49</sup>

Hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamiseen liittyy kiinteästi myös johtohenkilöiden lähipiiriin sääntely, sillä hyvä arvopaperimarkkinatapa pitää edellä kuvastusti sisällään oikeat ja kaikkien osapuolten kannalta kohtuulliset kauppatavat. Johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä kauppojen sääntely sekä niiden julkistaminen tähtäävät omalta osaltaan siihen, että kauppatavat pysyvät kaikkien markkinatoimijoiden kannalta kohtuullisina ja tasapuolisina. Tällöin kukaan ei pysty esimerkiksi johtoasemaansa avulla saamaan taloudellista etua ilman, että myös muut markkinatoimijat saavat tietää asiasta.

Lisäksi hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattaminen on myös johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä velvollisuus, kun he tekevät liiketoimia arvopaperimarkkinoilla. Etenkin julkisuudessa julkaistavat tiedot johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimista toimivat yleisölle myös esimerkkinä siitä, miten hyvää arvopaperimarkkinatapaa tulisi noudattaa kaikessa toiminnassa arvopaperimarkkinoilla.

---

<sup>47</sup> HE 32/2012, s. 94 - 97.

<sup>48</sup> HE 32/2012, s. 94 - 95; VAML 495/1989, 4:1 §; SipaL 747/2012, 1:1 §.

<sup>49</sup> FivaL 878/2008, 3.1 §; Arvopaperimarkkinoita koskevat määräykset ja ohjeet - yhteenveto 2013, s.1.

## 2.2 Sijoittajansuoja

Arvopaperimarkkinoilla yleinen ja tärkeä periaate on sijoittajansuoja. Sijoittajansuojaa vahvistettiin vuonna 2017 voimaan tulleella MIFID II-direktiivillä ja MIFIR -asetuksella.<sup>50</sup>

Sijoittajansuojalla tarkoitetaan markkinoilla tietojen saatavuuden avulla saavutettavaa sijoittajien asemaa, jossa sijoittajalla on käytössään mahdollisimman laajat tiedot niistä rahoitusvälineistä, joihin liittyvien liiketoimien tekemistä sijoittaja harkitsee. Sijoittajille tarjottavien rahoitusvälineiden tulisi kohdata sijoittajan tarpeiden ja sijoitustavoitteiden kanssa, ja niihin liittyvistä kuluista ja maksuista tulisi antaa selkeät tiedot. Näin ollen sijoittaja on myös suojattu vahingoilta ja riskeiltä, joille hän olisi altis, mikäli hän ei olisi tietoinen rahoitusvälineisiin liittyvistä seikoista.<sup>51</sup>

On kuitenkin huomioitava, että sijoittajansuoja ei poista sijoittajan tietämisvelvollisuutta tai sijoituksiin aina liittyviä riskejä. Sijoittajan tulee olla tietoinen tietyistä yleisistä sijoittamiseen ja rahoitusvälineisiin liittyvistä seikoista riippumatta siitä, mitä tietoja sijoitustuotteen tarjoaja julkistaa markkinoille. On myös pohdittu, kuinka suurissa määrin sijoittajan tulee ymmärtää tai hän voi ymmärtää, milloin hänelle annettu tieto on virheellistä tai harhaanjohtavaa.<sup>52</sup>

Uudessa MIFID II-direktiivissä direktiivin tavoitteeksi asetettiin sellaisen sääntelyjärjestelmän luominen, jolla voidaan varmistaa sijoittajien liiketoimien laadukas toteutus sekä sijoittajien tai asiakkaiden edun mukaisesti toimiminen. Lisäksi tavoitteena on säilyttää arvopaperimarkkinoiden ja rahoitusjärjestelmän tehokkuus sekä vahvistaa sijoittajansuojaa esimerkiksi rajoittamalla toimeksiannoista perittäviä välityspalkkioita, provisioita tai muita kolmansilta osapuolilta saatuja etuja. Sijoituspalvelun tarjoajan on perusteltava asiakkaalle antamansa sijoitusneuvo. Käytännössä MIFID II:n päätavoitteena on sijoittajansuojan ja sijoittajien yleisen aseman parantaminen asettamalla

---

<sup>50</sup> MIFID II-direktiivi 2014/65/EU, MIFIR - asetus EU N:o 600/2014.

<sup>51</sup> ESMA:n verkkosivusto sijoittajansuojasta, <https://www.esma.europa.eu/regulation/mifid-ii-and-investor-protection>. Katsottu 16.10.2018.

<sup>52</sup> Luukkonen, 2018, s. 200.

sijoituspalveluiden tarjoajille velvollisuuksia, joilla lisätään toiminnan läpinäkyvyyttä sekä sijoittajille annettavia tietoja.<sup>53</sup>

Verrattuna MIFID II-direktiivin edeltäjään, MIFID I-direktiiviin, MIFID II asettaa sijoituspalvelun tarjoajille ankaramman velvollisuuden suorittaa kaikki tehokkaat toimenpiteet, jotta asiakkaan sijoituksen lopputulos olisi mahdollisimman sopiva kaikki tarvittavat näkökulmat huomioiden. MIFID I taas edellytti ainoastaan järkevien toimenpiteiden tekemistä. Käytännössä järkevien ja tehokkaiden toimenpiteiden välillä on melko suuri ero, vaikka sanamuodot kuulostavatkin melko samanlaisilta. Nykyään MIFID II:n voimaantulon myötä edellytetään niin sanottua parhaan toteutuksen periaatetta (engl. *best execution*).<sup>54</sup>

*Best execution*-periaatteen mukaan sijoituspalveluyritysten on huomioitava toimeksiantoja toteuttaessaan muun muassa asiakkaan ominaispiirteet, toimeksiannon ominaispiirteet ja siihen mahdollisesti liittyvät arvopapereilla toteutettavat rahoitustoimet, toimeksiannon kohteena olevien rahoitusvälineiden ominaispiirteet sekä toimeksiannon toteuttamispaikkojen ominaispiirteet.<sup>55</sup>

Sijoittajansuojan taso riippuu siitä, onko sijoituspalvelun tarjoajan asiakas eli sijoittaja ammattimainen vai ei-ammattimainen sijoittaja. Luokittelusta riippuen asiakkaalle on annettava tietoa, mikäli hän on ei-ammattimainen sijoittaja. Ammattimaisella sijoittajalla, joita ovat esimerkiksi luottolaitokset ja vakuutusyhtiöt, oletetaan olevan hallussaan enemmän tietoa ja ymmärrystä sijoittamisesta jo etukäteen. Luokittelusta huolimatta sijoittajansuoja ulottuu kaikkiin sijoittajiin, ja luokittelu vaikuttaa lähinnä sijoittajansuojan laajuuteen ja ulottuvuuteen, ei siihen, saako sijoittaja sijoittajansuojaa.<sup>56</sup>

Lähipiiriyhteisöjen sääntelyllä pyritään parantamaan sijoittajansuojaa antamalla markkinatoimijoille (mukaan lukien sijoituspalvelun tarjoajille ja sijoittajille) enemmän tietoa rahoitusvälineiden hintoihin vaikuttavista seikoista julkistamalla johtohenkilöiden ja

---

<sup>53</sup> MIFID II-direktiivin johdanto-osan 13, 42 ja 70 - 75 perustelukappaleet; Finanssivalvonnan koulutusmateriaali sijoittajansuojasääntelystä 14.- 15.6.2017, [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/MiFID/Documents/Koulutus\\_MiFID2\\_MiFIR\\_14\\_15062017.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/MiFID/Documents/Koulutus_MiFID2_MiFIR_14_15062017.pdf). Katsottu 16.10.2018.

<sup>54</sup> ESMA:n MIFID II ja MIFIR Q&A, s. 16.

<sup>55</sup> (EU) 2017/565, 64 artiklan 1 alakohta.

<sup>56</sup> Luukkonen, 2018, s. 201 - 202.

heidän lähipiirinsä tekemät liiketoimet. Tällä pyritään siihen, että sijoittajilla olisi mahdollisimman todenmukainen kuva markkinoiden tilanteesta.

On kuitenkin eri asia, pystyvätkö kaikki sijoittajat käytännössä hyödyntämään heille tarjottua sijoittajansuojaa, sillä sijoittajien tiedon ja arvopaperimarkkinoita koskevan ymmärryksen taso voi vaihdella suuresti. Sijoittajansuoja ei näin ollen tarjoa aukotonta suojaa esimerkiksi kannattamattomia tai tappiollisia liiketoimia vastaan, mutta sijoittajansuojan ja lähipiirisääntelyn avulla pyritään pienentämään niiden riskiä.

### **2.3 Tehokkaasti toimivat markkinat**

Arvopaperimarkkinoiden kannalta tärkeää ovat tehokkaasti ja moitteettomasti toimivat markkinat. Käytännössä tehokkaasti toimivien markkinoiden merkinä pidetään sitä, että rahoitusvälineiden hinnat heijastavat liikkeeseenlaskijan taloudellista kehitystä. Jos liikkeeseenlaskijan liiketoiminnalla menee hyvin, myös rahoitusvälineen hinta nousee.<sup>57</sup> On myös esitetty, että toimivan, tehokkaan markkinatalouden (mukaan lukien arvopaperimarkkinoiden) kulmakivenä ovat vapaaehtoiset kahdenväliset transaktiot ja liiketoimet.<sup>58</sup> Arvopaperimarkkinoilla kaupankäynnin kohteena olevien rahoitusvälineiden hinnanmuodostuksen on oltava aitoa eikä keinotekoista, ja toimivien arvopaperimarkkinoiden tulee olla tehokkaat, läpinäkyvät ja likvidit.<sup>59</sup>

Yleisesti hyväksytyn näkökannan mukaan rahoitusvälineiden hintojen on katsottu muodostuvan arvopaperimarkkinoilla niin sanotun tehokkaiden markkinoiden teorian (*Efficient Capital Market Hypothesis; ECMH*) mukaisesti.<sup>60</sup> Teorian mukaan arvopaperimarkkinat toimivat tehokkaasti silloin, kun rahoitusvälineiden hinnat heijastavat kaikkea markkinoiden tiedossa olevaa informaatiota. Toisin sanottuna sijoittajat käyttävät kaupankäynnissä hyväkseen rahoitusvälineistä olemassa olevaa tietoa siten, että hinnat nousevat suurentuneen kysynnän vuoksi olemassa olevan tiedon ollessa positiivista. Mikäli markkinoiden saatavilla oleva tieto on jollain tapaa negatiivisesti rahoitusvälineen arvoon

---

<sup>57</sup> Laininen, 2013, s. 23.

<sup>58</sup> Lau Hansen, 2012, s. 2.

<sup>59</sup> Huovinen, 2003, s. 4 - 5.

<sup>60</sup> Cox - Hillman - Langevoort, 2013, s. 91 - 92.

vaikuttavaa, rahoitusvälineiden hinnat yleensä laskevat. Tällaista tietoa voisi olla esimerkiksi tieto liikkeeseenlaskijan heikentyneestä tuloksesta.<sup>61</sup>

Markkinoiden tehokkuutta (ja etenkin sisäpiiritiedon olennaisuutta) on kuvattu myös niin sanotulla järkevän sijoittajan käsitteellä. Markkinoiden tehokkuus säilyy silloin, kun markkinoiden saatavilla on kaikki sellainen tieto, jota järkevä sijoittaja todennäköisesti käyttäisi ainakin yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena. Järkevällä sijoittajalla tarkoitetaan sijoittajaa, joka pystyy järkevästi punnitsemaan saamaansa tietoa ja käyttämään tietoa rationaalisesti hyötyäkseen saamastaan tiedosta. Järkevä sijoittaja pystyy esimerkiksi hahmottamaan, että rahoitusvälineen arvo todennäköisesti nousee tai laskee tulevaisuudessa, jos rahoitusvälineen liikkeeseenlaskija on vastikään julkaissut taloudellista tilannettaan koskevaa tietoa.<sup>62</sup> Jos lähipiiritransaktioista ja niiden tekijöistä julkaistavat tiedot vaihtelevat ja sijoittajille on epäselvää, mikä lähipiirikaupoista annettu tieto on relevanttia ja mikä ei, markkinoiden tehokkuutta ei enää kannata mitata järkevän sijoittajan testillä.

Markkinoiden toimivuus ja tehokkuus voidaan myös jakaa kolmeen eri ulottuvuuteen: institutionaaliseen, operatiiviseen ja niin sanottuun kohdennettuun tehokkuuteen. Institutionaalinen tehokkuus kuvaa markkinoiden eri segmenttien toiminnan peruselementtejä. Se edellyttää liikkeeseenlaskijoille vapaata pääsyä arvopaperimarkkinoille sekä mahdollisuutta sijoittajien kysyntään ja tarjontaan vastaamiselle. Tällöin sijoittajat voivat luottaa markkinoiden toimintaan ja esimerkiksi siihen, että he voivat tarvittaessa myydä arvopaperinsa tai rahoitusvälineensä. Markkinat ovat siis institutionaalisen tehokkuuden myötä likvidit.<sup>63</sup>

Operatiivisella tehokkuudella tarkoitetaan käytännössä arvopaperimarkkinoiden taloudellista tehokkuutta, jolla pyritään hillitsemään esimerkiksi liiketoimista ja rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskusta aiheutuvien kustannusten määrää. Usein pyrkimyksenä on myös allokoida kustannuksia liikkeeseenlaskijoille asettamalla heille tiedonantovelvollisuuksia sen sijaan, että kustannukset jäisivät sijoittajien kannettaviksi.<sup>64</sup>

---

<sup>61</sup> Fama, 1970, s. 383 - 388.

<sup>62</sup> Parkkonen - Knuts, 2014, s. 336 - 339.

<sup>63</sup> Veil, 2017, s. 25.

<sup>64</sup> Veil, 2017, s. 25.

Kohdennetulla tehokkuudella kuvataan pääoman allokoitumis- tai kohdentumisfunktioita, eli sitä, miten sijoitusmahdollisuudet saataisiin täsmäämään sijoituksiin käytettävissä olevan pääoman kanssa mahdollisimman suuren voiton varmistamiseksi. Samalla kuitenkin pyritään myös takaamaan markkinoiden luotettavuus sijoittajien silmissä. Luotettavuus taas edellyttää avoimuutta ja tietojen julkistamista.<sup>65</sup>

Johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimien sääntely sekä niiden julkistaminen tähtäävät markkinoiden tehokkaaseen toimintaan, sillä tietojen julkistaminen luo arvopaperimarkkinoille edellytykset kohdentaa pääomaa tiettyihin sijoituksiin ja vastata sijoittajien luomaan tarjontaan ja kysyntään (huomioiden, että myös johtohenkilöt ja heidän lähipiirinsä ovat myös sijoittajien roolissa liiketoimia tehdessään).

## **2.4 Markkinoiden avoimuus ja läpinäkyvyys**

Edellä on jo todettu, että arvopaperimarkkinoita, niiden toimintaa ja niihin liittyvää toimintaa säännellään, jotta luottamus arvopaperimarkkinoihin säilyisi ja jotta arvopaperimarkkinat toimisivat tehokkaasti. Tässä yhteydessä tulee usein esiin myös arvopaperimarkkinoiden avoimuuden ja läpinäkyvyyden käsite (englanniksi *transparency*).

Markkinoiden läpinäkyvyydellä ja avoimuudella voidaan ajatella yhdistettävän kolme elementtiä: jatkuvasti saatavilla oleva ja saataville tuleva tieto liikkeeseenlaskijoista ja rahoitusvälineistä, olennaisen tai merkittävän rahoitusvaroihin liittyvän intressin julkistaminen ja liiketoimia edeltävät tai niiden jälkeen tehtävät niin sanotut *pre-trade* (liiketoimea edeltävät) ja *post-trade* (liiketoimen jälkeiset) julkistukset.<sup>66</sup>

Rahoitusvälineiden hintojen sekä tehtyjen liiketoimien läpinäkyvyys ja julkisuus tehostavat muun muassa markkinoiden toimintaa ja asiakkaiden toimeksiantojen toteuttamista sekä vähentävät sisäpiirikauppoja, markkinoiden manipulointia ja muuta markkinoiden väärinkäyttöä, koska liiketoimien määrää ja laatua on helpompi valvoa.<sup>67</sup> Se myös vaikeuttaa markkinoiden manipulointia. Esimerkiksi erään markkinoiden manipuloinnin ja

---

<sup>65</sup> Veil, 2017, s. 25.

<sup>66</sup> Avgouleas, 2005, s. 190 - 192.

<sup>67</sup> Avgouleas, 2005, s. 190 - 192.

sisäpiiritiedon väärinkäytön muodon, niin sanotun *frontrunning*-toiminnan, harjoittaminen on huomattavasti vaikeampaa läpinäkyvillä ja avoimesti toimivilla markkinoilla.<sup>68</sup>

Johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimien julkistaminen palvelee nimenomaan markkinoiden läpinäkyvyyden tavoitetta pyrkimällä saattamaan arvopaperimarkkinoiden toimijoiden tietoon kaiken ajantasaisen tiedon rahoitusvälineen hintaväleistä, kysynnästä, tarjonnasta, toteutuneista liiketoimista, suunnitteilla olevista liiketoimista ja muista rahoitusvälineiden hintoihin mahdollisesti vaikuttavista tekijöistä. Läpinäkyvät markkinat helpottavat valvontaviranomaisten valvontatehtävää ja edistävät myös tehokkaasti toimivia arvopaperimarkkinoita.

## **2.5 Tiedonantovelvollisuus arvopaperimarkkinoilla**

Arvopaperimarkkinoilla keskeisessä roolissa on markkinoihin liittyvään informaatioon kohdistuva sääntely.<sup>69</sup> Arvopaperien ja rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Harhaanjohtavaksi tai totuudenvastaiseksi myöhemmin havaittava tieto on oikaistava tai täydennettävä viivytyksettä, jos harhaanjohtavuus tai totuudenvastaisuus käy ilmi vasta tiedon julkaisun jälkeen.<sup>70</sup>

Lisäksi arvopapereiden tarjoajan tai sellaisen tahon, joka hakee arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, kuten esimerkiksi Helsingin pörssiin, tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, on pidettävä tasapuolisesti ja johdonmukaisesti sijoittajien saatavilla riittävät tiedot sellaisista seikoista, jotka voivat vaikuttaa olennaisesti arvopaperin tai rahoitusvälineen arvoon.<sup>71</sup> Tieto on annettava

---

<sup>68</sup> Knuts, 2010a, s. 274. *Frontrunning*-termillä tarkoitetaan sitä, jos esimerkiksi arvopaperivälittäjä ostaa arvopapereita asiakkaalleen tai itselleen, koska hänellä on tiedossaan suuri ostotoimeksianto, jonka hän toteuttaa lähiaikoina. Suuret ostotoimeksiannot vaikuttavat yleensä rahoitusvälineen hintaan hintaa nostavasti. Arvopaperin välittäjä manipuloi siis markkinoita tietoetumatkansa perusteella ja hyötyy hankkimalla rahoitusvälineitä halvemmalla juuri ennen niiden ostotoimeksiannosta johtuvaa hinnannousua. Samalla hän syyllistyy sisäpiiritiedon väärinkäyttöön, koska julkistamaton tieto, jonka perusteella hän toimii, vaikuttaa olennaisesti rahoitusvälineen hintaan eli se on sisäpiiritietoa, jonka väärinkäyttö on kriminalisoitu Suomen rikoslaissa.

<sup>69</sup> Annola, 2005, s. 59.

<sup>70</sup> AML 1:3 §.

<sup>71</sup> AML 1:4 §.

markkinoille heti, kun tieto on luotettavaa ja siihen liittyvät toimenpiteet tai tapahtumat todennäköisesti toteutuvia.<sup>72</sup>

Tiedonantovelvollisuuteen sisältyvät myös liikkeeseenlaskijan säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus. Jatkuva tiedonantovelvollisuus pitää sisällään ennen kaikkea sisäpiiritiedon julkaisemisen. Sen tarkoituksena on turvata sijoittajien yhdenvertainen, tasapuolinen ja samanaikainen mahdollisuus tiedonsaantiin.<sup>73</sup> Säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen taas kuuluvat säännöllisin väliajoin annettavat taloudellisesta asemasta ja tuloksesta kertovat tiedot, joita ovat puolivuotiskatsaus, tilinpäätös ja toimintakertomus.<sup>74</sup>

Tietojen saatavilla pitäminen sijoittajille ja muille markkinaosapuolille, sekä velvollisuus antaa ainoastaan totuudenmukaisia tietoja arvopapereista ja rahoitusvälineistä, on omiaan turvaamaan arvopaperimarkkinoiden tehokasta ja luotettavaa toimintaa. Tiedonantovelvollisuus linkittyy vahvasti johtohenkilöiden ja johtohenkilöiden lähipiirin ilmoitusvelvollisuuteen tehdyistä liiketoimista, sillä markkinoiden saatavilla olevan tiedon merkitys rahoitusvälineen tai arvopaperin hintaan saattaa olla merkittävä. Esimerkiksi johtohenkilön tai hänen lähipiirinsä tekemä liiketoimi tietyn liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineellä antaa yleensä vahvan signaalin kyseisen liikkeeseenlaskijan toiminnasta ja toiminnan kannattavuudesta. Niin sanotun järkevän sijoittajan testin ja tehokkaiden markkinoiden teorian (ECMH) mukaan rahoitusvälineiden hinnat reagoivat saatavilla olevan tiedon mukaisesti.<sup>75</sup>

Tietojen saatavilla pitäminen ja niiden totuudenmukaisuus ei poista sijoittajilta kokonaan sijoitukseen aina liittyvää riskiä tai estä kannattamattomia sijoituspäätöksiä kokonaan, vaikka sääntelyllä pyritäänkin siihen. On kuitenkin syytä huomioda, että markkinat eivät aina reagoi odotetulla tavalla johdon kaupoista tai muista syistä syntyviin

---

<sup>72</sup> KKO 2013:53, ratkaisun kohdat 31 – 34.

<sup>73</sup> Fivan tiedonantovelvollisuussivusto jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta, <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Jatkuva/Pages/Default.aspx>. Katsottu 11.10.2018; avoimuusdirektiivin 2004/109/EY 9 - 11 artiklat.

<sup>74</sup> Fivan tiedonantovelvollisuussivusto säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta, <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Saannollinen/Pages/Default.aspx>. Katsottu 11.10.2018; avoimuusdirektiivin 2004/109/EY 4 - 6 artiklat.

<sup>75</sup> Fama, 1970, s. 383 - 388.



hintasignaaleihin.<sup>76</sup> Tästä huolimatta johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimien ilmoittamista julkisuuteen on pidetty keinona tiedottaa markkinaosapuolia rahoitusvälineen tilasta, sillä yleensä suurin osa sijoittajista ja muista markkinatoimijoista toimii tiedon perusteella niin sanotun järkevän sijoittajan testin mukaisesti.<sup>77</sup>

Yleisesti ottaen sijoittajat ovat kiinnostuneita heille annetusta informaatiosta ja arvopapereiden hinnoittelu perustuu pitkälti markkinoiden saatavilla olevaan tietoon. Merkittävät tiedonlähteet ovat yleensä niin sanottuja yhtiön tai liikkeeseenlaskijan sisäisiä tekijöitä, joihin yhtiö tai liikkeeseenlaskija voi itse vaikuttaa. Näihin lukeutuvat esimerkiksi yhtiön tai liikkeeseenlaskijan tekemät päätökset, sopimukset sekä tulevaisuuden suunnitelmat. Sisäiset tekijät ja ulkoiset tekijät erottuvat toisistaan sillä, että sisäiset tekijät tulevat yleisön ja markkinoiden tietoon vasta, kun yhtiö tai liikkeeseenlaskija itse tiedottaa niistä. Ulkoiset tekijät, joihin lukeutuvat esimerkiksi maailman- ja kansantalouden yleiset tekijät, korkotaso, suhdannevaihtelut ja inflaatio, eli sellaiset tekijät, joihin yhtiö tai liikkeeseenlaskija ei pysty itse vaikuttamaan. Tiedot voivat liittyä joko suoraan rahoitusvälineeseen tai liikkeeseenlaskijaan. Tätä tärkeämpää on, että tiedolla voisi olla olennainen vaikutus rahoitusvälineen hintaan.<sup>78</sup>

Riittävien ja totuudenmukaisten tietojen saatavilla pitäminen liittyy esimerkiksi arvopapereiden tarjoamiseen yleisölle, mutta periaatetta voitaneen soveltaa myös johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimiin, sillä pohjimmainen ideologia sääntelyn taustalla on sama: markkinoiden tehokkuuden ja luottamuksen turvaaminen mahdollisimman suuren julkisuuteen ja markkinatoimijoille annettavan tietomäärän avulla. Tämä tukee arvopaperimarkkinoiden niin sanottua informaationsymmetriaa, jolla pyritään asettamaan kaikki markkinatoimijat yhdenvertaiseen asemaan. Informaationsymmetria lieventää myös niin sanotun rationaalisilla odotuksilla varustautuneen sijoittajan toimia.<sup>79</sup>

Rationaalisia odotuksia koskevan teorian mukaan rationaalisesti varautunut sijoittaja olettaa muiden markkinatoimijoiden, etenkin liikkeeseenlaskijoiden sisäpiiriläisten, olevan yhtä laskelmoivia kuin hän itse. He ovat sen vuoksi valmiita antamaan esimerkiksi virheellistä tietoa markkinoille tai suorastaan huijaamaan markkinoita saadakseen itse

---

<sup>76</sup> Fama, 1970, s. 383 - 388; Lamfalussy, 1990, s. 379 - 382.

<sup>77</sup> Parkkonen - Knuts, 2014, s. 336 - 339; Lau Hansen, 2001, s. 287 - 290.

<sup>78</sup> Ruoho, 2003, s. 115 - 116; Lau Hansen, 2001, s. 173 - 174.

<sup>79</sup> Burke, 2009, s. 8 - 12.

voittoa. Rationaalisesti varautunut sijoittaja kuitenkin pysyy mukana markkinoilla ja on valmis sijoittamaan markkinoilla oleviin rahoitusvälineisiin, jos hän voi luottaa siihen, että muiden markkinatoimijoiden on lakisääteisten velvoitteiden vuoksi annettava markkinoille ainoastaan paikkaansa pitävää tietoa riippumatta siitä, millaista tietoa markkinatoimijat oikeastaan haluaisivat julkistaa maksimoidakseen omat tuottonsa.<sup>80</sup>

Rationaalinen sijoittaja luottaa siis siihen, että arvopaperimarkkinoita sääntelevä oikeusjärjestelmä turvaa hänen omaisuutensa ja oikeutensa sijoittajana. Luottamuksen vuoksi hän myös poistuu markkinoilta tai tekee liiketoimensa muilla arvopaperimarkkinoilla, mikäli hän ei koe kyseisen valtion oikeusjärjestelmän takaavan riittävää luottamusta arvopaperimarkkinoihin.<sup>81</sup> Johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimien julkistaminen osana oikeusjärjestelmää turvaa näin ollen myös rationaalisesti varautuneen sijoittajan toimintaa.

Tiedonantovelvollisuuksien täyttäminen ja informaatioasymmetrian kaventaminen markkinaosapuolten välillä ei kuitenkaan voi kokonaan poistaa riskiä siitä, että sijoittajalle koituu vahinkoa sijoituksia tehdessään. Tiedonantovelvollisuuksilla ei myöskään voida kokonaan poistaa arvopaperimarkkinoiden tietoasymmetriaa. Tiedonantovelvollisuuksista huolimatta liikkeeseenlaskija tai muu tiedonantoon velvoitettu markkinaosapuoli ei voi vaikuttaa siihen, miten muut markkinaosapuolet toimivat tiedon perusteella tai miten he ymmärtävät annetun tiedon merkityksen esimerkiksi rahoitusvälineen tulevaan hintakehitykseen.<sup>82</sup>

Tiedonantovelvollisuus on täytetty, kun lakisääteinen, vaadittu informaatio on annettu tehokkaalla tavalla markkinoille tiedoksi. Tällöin tiedonantaja ei voi enää vaikuttaa esimerkiksi siihen, jos sijoittaja päättää tiedosta huolimatta luottaa esimerkiksi aiemman positiivisen kokemuksensa vuoksi liikkeeseenlaskijaan ja sijoittaa tämän rahoitusvälineisiin. Sijoituksesta mahdollisesti koitunut tappio tai muu vahinko ei ole täysin vältettävissä tai riski siihen minimoitavissa, sillä sijoittajat ovat ihmisiä, jotka eivät

---

<sup>80</sup> Burke, 2009, s. 8 - 12.

<sup>81</sup> Burke, 2009, s. 7 - 8; Romano, 1998, s. 2367 - 2368.

<sup>82</sup> Burke, 2009, s. 8 - 12.

aina toimi rationaalisesti. Tiedonantovelvollisuudella ei näin ollen voida suojata kaikkea toimintaa kaikilta vahingoilta. Se on kuitenkin pyrkimyksenä.<sup>83</sup>

Tiedonantovelvollisuutta voidaan kuvata myös niin sanotun sitruunaongelman (*Lemon Theory*) poistajana. Sitruunaongelmalla tarkoitetaan teoriaa, jonka mukaan ostettava tuote (tässä tapauksessa arvopaperi tai rahoitusväline) voi olla joko hyvä tai huono. Ostaja ei kuitenkaan tiedä hankintansa hyvydestä tai huonoudesta ennen kuin hän on jo tehnyt hankinnan. Sekä hyviä että huonoja tuotteita myydään kuitenkin ainakin lähes samalla hinnalla, sillä ostajan tiedot tuotteiden välisistä todellisista eroista eivät ole ajan tasalla. Näin ollen ostaja joutuu puutteellisen tietonsa vuoksi huonompaan asemaan kuin tuotteen myyjä. Informaatioasymmetria luo siis markkinatoimijoille toisiinsa verrattuna epäreilun tilanteen, jossa toisella on hallussaan enemmän tietoa kuin toisella.<sup>84</sup>

Sitruunaongelmaa on usein kuvattu esimerkillä käytettyjen autojen markkinoista. Arvopaperimarkkinoiden kontekstissa huono tuote voisi olla esimerkiksi rahoitusväline, jonka tulevaisuudennäkymät ovat melko huonot eikä se luultavasti tuota hankkijalleen juurikaan voittoa tai joka jopa tuottaa hankkijalleen tappiota. Ostaja ei kuitenkaan ole tästä tietoinen ennen kuin hankinnan tuotto tai tappio alkaa realisoitua. Myyjälle tappiollisuus ja heikot tulevaisuudennäkymät voivat olla hyvin vahvana liiketoimen motivaattorina, sillä hän haluaa päästä eroon huonosti tuottavasta sijoituskohteestaan. Jos taas sekä ostajalla että myyjällä olisi kaupantekotilanteessa yhteneväiset tiedot kaupan kohteesta, markkinoiden toiminta olisi tehokkaampaa. Erilaiset tiedonantovelvollisuudet pyrkivät näin ollen kumoamaan informaatioasymmetriasta johtuvan eri markkinatoimijoita eri lailla kohtelevan sitruunaongelman syntymisen ja olemassaolon.<sup>85</sup>

Tiedonantovelvoitteiden yhteydessä on keskusteltu myös siitä, miten avustajien käyttäminen hallitustyössä suhtautuu tiedonantovelvollisuuksiin. Liikkeeseenlaskijan hallituksen toiminnan kannalta on usein järkevää, että hallitus käyttää apunaan erilaisia asiantuntijoita. Tämä kuitenkin nostaa esiin kysymyksen siitä, millaista tietoa avustaville asiantuntijoille voi luovuttaa ja miten arvopaperimarkkinoiden informaatioasymmetria muuttuu, jos avustajat saavat haltuunsa runsaasti liikkeeseenlaskijaa koskevaa tietoa. Onkin edellytetty, että avustajien käyttöä koskevat sisäpiiritiedon suhteen samat velvoitteet

---

<sup>83</sup> Burke, 2009, s. 8 - 12.

<sup>84</sup> Akerlof, 1970, s. 488 - 492.

<sup>85</sup> Akerlof, 1970, s. 488 - 492.

kuin muulloin sisäpiiritietoa ilmaistaessa. Lisäksi on katsottu, että hallituksen avustajat tai heidän määräysvalta-yhteisönsä eivät saa käydä kauppaa sellaisen liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineillä, jonka hallitusta avustavat asiantuntijoina ja josta he todennäköisesti saavat sitä kautta enemmän tietoa kuin muut markkinatoimijat.<sup>86</sup>

Kaupankäyntikielto suojaa muita arvopaperimarkkinoiden toimijoita ja liikkeeseenlaskijan osakkeenomistajia, sillä sen myötä hallitustyön avustajat eivät voi saada taloudellista etua tietolyöntiasemansa perusteella. Toisaalta liikkeeseenlaskijan hallitus voi eliminoida avustajien mahdollisuudet hyötyä saamastaan tiedosta julkaisemalla sen mahdollisimman pian. Varsinaista velvollisuutta tähän ei kuitenkaan ole, ellei kyseessä ole liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineen hintaan todennäköisesti vaikuttava sisäpiiritieto. Lisäksi on huomioitava, että osakeyhtiölaki (624 /2006, jäljempänä OYL) suhtautuu hallituksen suorittamaan tietojen luovutukseen arvopaperimarkkinaoikeudellista sääntelyä suopeammin esimerkiksi OYL:n kirjatun lojaliteettivelvoitteen ja osakkeenomistajien edun tavoittelun vuoksi.<sup>87</sup>

Osakeyhtiön johdolla on velvollisuus edistää yhtiön etua ja toimia lojaalisti kaikkia osakkeenomistajia kohtaan, jolloin myös yhtiön hallituksen tulee toiminnassaan pyrkiä edistämään osakkeenomistajien etua. Näin ollen tiedon luovuttaminen hallituksen avustajalle voi palvella osakkeenomistajien edun toteuttamista. Lojaliteettivelvoitteesta huolimatta liikkeeseenlaskijan hallitus ei kuitenkaan voi jättää noudattamatta lakisääteisiä tiedonantovelvollisuuksia, vaikka se joissain tilanteissa saattaisikin olla osakkeenomistajien edun kannalta parempi ratkaisu.<sup>88</sup>

Tiedonantovelvoitteista huolimatta erilaiset markkinahuhut voivat olla melko suuressa roolissa arvopaperimarkkinoilla. Niiden tarkkaa vaikutusta on vaikea arvioida ja vaikutuksen laajuus on hyvin tapauskohtaista. Markkinahuhuilla tarkoitetaan sellaista arvopaperimarkkinoilla liikkuvaa tietoa, jonka todenperäisyydestä ei ole varmuutta tai tietoa, koska markkinahuhun lähde ei ole tiedossa. Markkinahuhujen haasteena on, että

---

<sup>86</sup> Airaksinen - Villa - Stepanoff, 2017, s. 15 - 16.

<sup>87</sup> Airaksinen - Villa - Stepanoff, 2017, s. 24 -25; OYL 624/2006, 1:5 ja 1:8 §.

<sup>88</sup> Villa, 2018, s. 230 - 231.

niitä ei ole mahdollista säädellä samalla tavalla kuin esimerkiksi liikkeeseenlaskijoiden markkinoille antamaa tietoa.<sup>89</sup>

Markkinahuhujen hallinta on valvontaviranomaisille melko hankalaa, sillä huhun todenperäisyyttä on vaikea selvittää. Tätä tukee se, että liikkeeseenlaskijoilla ei suurimassa osassa tapauksista ole velvollisuutta kommentoida tai oikaista markkinahuhuja, vaikka niillä muutoin on melko laajat tiedonantovelvollisuudet. Usein liikkeeseenlaskijat kuitenkin haluavat oikaista täysin virheellisiin tietoihin perustuvat markkinahuhut.<sup>90</sup>

Poikkeuksen markkinahuhuihin liittyvään kommentointiin muodostavat sellaiset markkinahuhut, jotka liittyvät sisäpiiritietoon. Jos markkinahuu liittyy sisäpiiritietoon, jonka julkistamista on lykätty, liikkeeseenlaskijoiden on kuitenkin julkistettava lykätty tieto. Tämä edellyttää sitä, että julkistamattomaan, niin sanotusti lykättyyn sisäpiiritietoon liittyvä markkinahuu on riittävän täsmällinen osoittamaan, että sisäpiiritiedon lykkäyksen edellytyksenä olevaa tiedon luottamuksellisuutta ei pystytä takaamaan.<sup>91</sup> Tiedonantovelvollisuuksia koskevan sääntelyn painopisteenä on edellä mainituista syistä myös virheellisten tietojen leviämisen estäminen.<sup>92</sup>

Kaikilla markkinatoimijoilla tulisi olla käytettävissään samat tiedot markkinoilla toimiessaan, jotta luottamus markkinoiden toimintaan säilyy. Tiedon täydellinen tasapaino lienee käytännössä mahdotonta, sillä liikkeeseenlaskijalla ja liikkeeseenlaskijan ulkopuolisella henkilöllä on aina käytössään eri määrä ja eri tarkkuudella varustettu tieto rahoitusvälineestä. Tavoitteena kuitenkin on, että tietotasapainossa päästäisiin mahdollisimman pitkälle ja kaikilla markkinatoimijoilla olisi mahdollisimman suurissa määrin käytettävissään sama tieto.<sup>93</sup> Arvopaperimarkkinaoikeudellista tiedonantovelvollisuutta täydentävät esimerkiksi vakuutuslainsäädännössä säädetyt tiedonantovelvollisuudet.<sup>94</sup> Lisäksi tiedonantovelvollisuuksiin liittyy suojeluvelvoite, jonka tarkoituksena on turvata sijoittajien oikeuksia. Myös tietojen hankkimiskustannuksia

---

<sup>89</sup> Annola, 2011, s. 1376.

<sup>90</sup> Annola, 2011, s. 1378 - 1380.

<sup>91</sup> MAR 17 artiklan 7 alakohta.

<sup>92</sup> Huovinen, 2003, s. 8.

<sup>93</sup> Annola, 2005, s. 60 - 61.

<sup>94</sup> Vakuutusopimuslaki 543/1994, 4 b - 9 a § ja 22 - 24 §.

pyritään alentamaan, jottei sijoittajille syntyisi merkittäviä kuluja vaan kulut ohjautuisivat ensisijaisesti liikkeeseenlaskijoiden kannettavaksi.<sup>95</sup>

Johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimien sääntely tukee osaltaan yleistä arvopaperimarkkinoiden tavoitetta pyrkimällä julkistamaan liiketoimet, joiden pohjalla on mahdollisesti ja hyvin todennäköisesti laajempi tietämys kyseisen rahoitusvälineen tilasta kuin liikkeeseenlaskijan ulkopuolisella henkilöllä. Tietotasapainon säilyttäminen eri markkinaosapuolten välillä, ja sen myötä arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen ja markkinoiden tehokkaan toiminnan varmistaminen, ovat osasyynä johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimien yksityiskohtaiseen sääntelyyn. Tähän liittyy kiinteästi myös sisäpiirisääntely, jota käsitellään seuraavaksi.

## **2.6 Sisäpiirisääntely**

Olennainen osa lähipiiriä koskevasta sääntelystä liittyy sisäpiiritietoon ja sen oikeanlaiseen käsittelyyn sekä sisäpiiritiedon väärinkäytön ehkäisyyn. Sisäpiiritieto on määritelty MAR:ssa seuraavasti:

"Sisäpiiritieto on luonteeltaan täsmällistä, julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan."<sup>96</sup>

Tiedon katsotaan olevan täsmällistä, jos se viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai sellaisiin olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan. Tieto voi myös viitata jo toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, joka todennäköisesti toteutuu. Pitkäkestoissa projekteissa (esimerkiksi yritysjärjestelyissä) myös niin sanottuihin välivaiheisiin liittyvän tiedon voidaan katsoa olevan tarpeeksi täsmällistä tietoa

---

<sup>95</sup> Huovinen, 2003, s. 7 - 8.

<sup>96</sup> MAR 7 artiklan 1a kohta. Sisäpiiritieto voi liittyä MAR 7 artiklan 1b-, 1c- ja 1d-kohtien mukaisesti myös hyödykejohdannaisiin, spot-sopimuksiin ja päästöoikeuksiin tai niihin perustuviin huutokauppatuotteisiin, sekä rahoitusvälineitä koskeviin toimeksiantoihin. Nämä sisäpiiritiedon muodot eivät kuitenkaan ole kovin olennaisia tämän tutkielman aiheen kannalta, eikä niitä käsitellä sen vuoksi tarkemmin.

täyttääkseen sisäpiiritiedon kriteerit, jos välivaiheeseen liittyvät tiedot koskevat tulevien olosuhteiden tai tapahtumien toteutumista.<sup>97</sup>

Sisäpiiritiedon on oltava julkistamatonta, eli sitä ei ole julkistettu eikä tieto ole millään muulla tavalla markkinoiden saatavilla. Sisäpiiritieto lakkaa olemasta sisäpiiritietoa heti, kun se tulee markkinoiden saataville ja julkistamattomuusvaatimus ei enää täyty.<sup>98</sup> Sisäpiiritiedon on myös liityttävä suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen ja oltava olennaista sellaisella tavalla, joka voi todennäköisesti vaikuttaa rahoitusvälineiden hintoihin.<sup>99</sup>

Sisäpiiritieto voidaan luokitella eri kategorioihin ja se voi olla liikkeeseenlaskijan vaikutuspiirissä tai sen ulkopuolella. Riippuen sisäpiiritiedon lähteestä, sisäpiiritieto voi olla liikkeeseenlaskijatietoa, transaktiotietoa tai markkinatietoa. Liikkeeseenlaskijatieto on peräisin liikkeeseenlaskijalta itseltään. Transaktiotieto liittyy yleensä tulevaisuudessa toteutettavaan rahoitusvälineeseen liittyvään liiketoimeen. Markkinatietoa taas on sellainen sisäpiiritieto, joka liittyy epäsuorasti liikkeeseenlaskijaan ja on peräisin joltain muulta taholta, esimerkiksi luottoluokituslaitokselta.<sup>100</sup>

Sisäpiiritiedon yhteydessä voidaan puhua myös niin sanotusta itsetiedosta, jolla tarkoitetaan yksinomaan liikkeeseenlaskijan tai muun markkinatoimijan hallussa olevaa tietoa omista tulevista toimistaan. Itsetiedosta on esitetty myös mielipiteitä, joiden mukaan se ei olisi luokiteltavissa sisäpiiritiedoksi. Käytännössä itsetieto yleensä kuitenkin täyttää sisäpiiritiedon kriteerit ja on näin esimerkiksi jäljempänä käsiteltävien sisäpiiritietoon liittyvien erilaisten kieltojen piirissä. Esimerkiksi markkinatoimijan aikomus hankkia suuri osuus pörssiyhtiön osakkeista tai muista osuuksista on usein vain kyseisen toimijan tiedossa kaupantekoon saakka. Kauppa kuitenkin todennäköisesti vaikuttaa kyseisen pörssiyhtiön rahoitusvälineiden hintoihin ja on näin ollen sisäpiiritietoa, vaikka se olisikin aluksi vain kyseisen sijoittajan tiedossa.<sup>101</sup>

---

<sup>97</sup> MAR 7 artiklan kohdat 2 - 3; Sedbom, 2017, s. 838 - 848; EUT asia C-19/11, Markus Geltl v. Daimler AG, kohdat 46-56.

<sup>98</sup> Sedbom, 2017, s. 841.

<sup>99</sup> Sedbom, 2017, s. 843.

<sup>100</sup> Sedbom, 2017, s. 843.

<sup>101</sup> Knuts, 2011, s. 41-45.

Sisäpiiritieto on tiivistetysti sanottuna tietoa, joka julki tullessaan todennäköisesti vaikuttaa merkittävästi rahoitusvälineiden markkinahintoihin. Sisäpiiritietoa voi olla esimerkiksi tieto yhtiön tuloksesta tai taloudellisen aseman olennaisesta muutoksesta, merkittävästä yritysjärjestelystä, osakeannista, osto- tai lunastustarjouksesta tai osakkeiden jakamisesta. Sisäpiiritieto ei rajoitu ainoastaan edellä lueteltuihin esimerkkeihin, vaan se voi koskea myös muita seikkoja.<sup>102</sup>

Tyypillisesti sisäpiiritieto on ensin vain liikkeeseenlaskijan työntekijöiden ja/tai johdon tiedossa. Ellei sisäpiiritietoa ja sen käsittelyä säänneltäisi ja valvottaisi, riski sisäpiiritiedon väärinkäytöstä olisi ilmeinen. Sisäpiiritieto tulee julkistaa välittömästi sen synnyttyä, elleivät kriteerit sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämiselle täyty.<sup>103</sup>

Tiedon julkistamisella tarkoitetaan tiedon saattamista yleisön tiedoksi esimerkiksi pörssitiedotteella, sanomalehdessä, televisiossa tai muussa mediassa tai liikkeeseenlaskijan kotisivuilla siten, että yleisöllä (eli muilla markkinatoimijoilla) on todellinen mahdollisuus saada tieto haltuunsa. Tiedon ei myöskään ole pakko faktisesti vaikuttaa rahoitusvälineen hintaan tullessaan julki. Riittävää on, että se olisi omiaan todennäköisesti vaikuttamaan rahoitusvälineen hintaan.<sup>104</sup>

Sisäpiiritietoon liittyy erilaisia kieltoja, joilla pyritään varmistamaan, että sisäpiiritietoa ei käytetä väärin arvopaperimarkkinoiden toimintaa haittaavalla tavalla. Sisäpiiritiedon väärinkäyttö aiheuttaa aina häiriöitä arvopaperimarkkinoiden tehokkaaseen toimintaan, sillä se manipuloi rahoitusvälineiden hintoja keinotekoisella tavalla.<sup>105</sup>

Sisäpiiritietoon liittyviin kieltoihin kuuluvat sisäpiiritiedon käyttökielto, ilmaisukielto ja neuvontakielto. Sisäpiiritiedon käyttökielto tarkoittaa sitä, että sisäpiiritiedon hallussapitäjä ei saa hyödyntää sisäpiiritietoa siten, että hän saisi siitä oikeudetonta taloudellista etua tai hyötyä. Hän ei siis saa tehdä tai edes yrittää tehdä sisäpiirikauppoja. Käytännössä sellaisten

---

<sup>102</sup> Pörssin sisäpiiriohje, s. 10.

<sup>103</sup> MAR 596/2014, 17 artikla. Sisäpiiritiedon julkistamista saa lykätä, jos julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut, julkistamisen lykkääminen ei todennäköisesti johda yleisöä harhaan ja liikkeeseenlaskija pystyy takaamaan kyseisen tiedon säilymisen luottamuksellisenä. Sisäpiiritieto on julkistettava heti, jos jokin lykkäämisen kolmesta kriteeristä ei enää täyty.

<sup>104</sup> Anjou - Oxenstierna, 2016, s. 419.

<sup>105</sup> Anjou - Oxenstierna, 2016, s. 422 - 423.



rahoitusvälineiden hankkiminen ja luovuttaminen, joihin sisäpiiritieto liittyy, on kiellettyä siihen asti, että sisäpiiritieto julkaistaan.<sup>106</sup>

Sisäpiiritiedon käyttökiellon rikkominen on kriminalisoitu Suomen rikoslaissa, jonka mukaan sisäpiiritiedon väärinkäyttö ja sen tahallinen yritys sekä törkeä sisäpiiritiedon väärinkäyttö ja sen yritys ovat rangaistavia tekoja. Sisäpiiritiedon väärinkäytön kriminalisointi on peräisin MAR:ista, jossa kielletään sisäpiirikauppojen tekeminen ja niiden yritykset.<sup>107</sup>

Sisäpiiritiedon neuvontakiellon mukaan sisäpiiritiedon hallussapitäjä ei saa käyttää sisäpiiritietoa neuvomalla muita arvopaperi- tai rahoitusvälinekaupassa. Hän ei näin ollen esimerkiksi saa suositella tai houkutella toista henkilöä hankkimaan tai luovuttamaan rahoitusvälineitä hallussaan olevan sisäpiiritiedon perusteella. Ei siis riitä, että itse pidättäytyy käyttämästä sisäpiiritietoa. Sisäpiiritietoa ei myöskään voi hyödyntää esimerkiksi käymällä kauppaa jonkun toisen henkilön kautta.<sup>108</sup>

Kolmas sisäpiiritietoon liittyvä kiello on sisäpiiritiedon ilmaisukiello. Sen mukaan sisäpiiritietoa ei saa ilmaista laittomasti. Sisäpiiritiedon laittomalla ilmaisemisella tarkoitetaan sellaista tilannetta, jossa henkilö kertoo sisäpiiritietoa kolmannelle henkilölle muutoin kuin osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista. Poikkeusta sovelletaan henkilöihin, jotka saavat sisäpiiritietoa asemastaan johtuen. Tällaisia ovat esimerkiksi liikkeeseenlaskijan johto-, hallinto- tai valvontaelimen jäsenet tai henkilöt, joilla on muutoin osana työnsä suorittamista pääsy sisäpiiritietoon. Toisin sanoen on siis sallittua keskustella esimerkiksi kollegan kanssa työnantajaan liittyvästä sisäpiiritiedosta, jos sisäpiiritieto liittyy molempien henkilöiden työtehtävien suorittamiseen. Jos näin ei ole, sisäpiiritietoa ei saa ilmaista edes kollegalle.<sup>109</sup>

Sisäpiiritiedon ilmaisukiellon poikkeusta on pidetty hankalasti sovellettavana normina, sillä poikkeuksen soveltamisala on melko laava eikä siihen liittyvää "työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista" ole määritelty kovin tarkasti. Tietojen ilmaisemiselle on oltava yhtiön toiminnan kannalta hyväksyttävä syy. Yhtiön toiminnan kannalta

---

<sup>106</sup> Knuts, 2011, s. 115 - 117; MAR 14 artiklan 1a-kohta.

<sup>107</sup> Rikoslaki 39/1889 51:1-2 §; MAR 14 artiklan 1a-kohta.

<sup>108</sup> Knuts, 2011, s. 237 - 247, MAR 14 artiklan 1b-kohta.

<sup>109</sup> Knuts, 2011, s. 260 - 261; MAR 10 artiklan 1 kohta; MAR 8 artiklan 4 kohta.

hyväksyttävä syy voi vaihdella hyvin paljon, mikä jättää melko paljon tilaa erilaisille tulkinnoille ja soveltamistavoille.<sup>110</sup>

Suomessa on keskusteltu siitä, mitä MAR:n sisältämä poikkeus työtehtävien tavanomaisesta hoitamisesta oikeastaan tarkoittaa. Tässä yhteydessä on nostettu esiin se, että sisäpiiritiedon ilmaisukiellosta huolimatta MAR:n tarkoituksena ei ole ollut estää liikkeeseenlaskijaa koskevien yleisluontoisten keskustelujen käymistä osakkeenomistajien ja johdon välillä, sillä vuorovaikutus markkinatoimijoiden välillä on tärkeä osa markkinoiden toimintaa.<sup>111</sup> Sisäpiiritiedon laiton ilmaiseminen on myös kriminalisoitu rikoslaissa ja MAR:ssa.<sup>112</sup>

Sisäpiiritiedon käyttökieltoa on käsitelty Euroopan unionin tuomioistuimen (jatkossa EUT) niin sanotussa Spector-tapauksessa.<sup>113</sup> Tapaus koskee tosin MAR:n edeltäjän, VMAD:n aikaista tulkintaa sisäpiiritiedon käyttökiellosta. Tapauksessa omaksuttu tulkinta on kuitenkin edelleen ajankohtainen. Tapauksessa EUT vahvisti kannan, jonka mukaan sisäpiiritietoa hallussaan pitävän toimijan oletetaan käyttäneen tätä sisäpiiritietoa hyväkseen hankkiessaan tai luovuttaessaan sellaisia rahoitusvälineitä, joihin sisäpiiritieto liittyy. Kantaa kutsutaan niin sanotuksi sisäpiiritiedon käyttöolettamaksi.<sup>114</sup>

Sisäpiiritiedon käyttöolettamaan liittyy poikkeuksia, joita ei käsitellä tässä tutkielmassa tarkemmin. Spector-tapauksen myötä koko EU:n alueella parannettiin markkinatoimijoiden luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan, sillä EUT:n omaksumalla tulkinnalla voidaan turvata markkinalähtöisen tehokkuuden toteutuminen arvopaperimarkkinoilla sekä suojata arvopaperimarkkinoita sisäpiiritiedon väärinkäytöltä.<sup>115</sup>

Lähipiiriyhteisöitä koskeva sääntely liittyy vahvasti sisäpiiritiedon sääntelyyn. Sisäpiirisääntelyn tavoitteena on pienentää sijoittamisesta aiheutuvaa taloudellista riskiä estämällä rahoitusvälineiden hintojen epäluonnollista, sisäpiiritietoon perustuvaa vaihtelua.

---

<sup>110</sup> Knuts, 2009, s. 664 - 665; HE 137/2004, s. 62.

<sup>111</sup> Aalto- Sahrakorpi, 2018, s. 160; MAR 596/2014, johdanto-osan perustelukappale 19.

<sup>112</sup> Rikoslaki 39/1889 51:2a §; MAR 596/2014, 14 artiklan 1c-kohta.

<sup>113</sup> EUT asia C-45/08, Spector Photo Group NV ym. v. CBFA.

<sup>114</sup> Knuts, 2010b, s. 874 - 875; EUT asia C-45/08, Spector Photo Group NV ym. v. CBFA, loppupäätelmien kohta 1).

<sup>115</sup> Knuts, 2010b, s. 874 - 875; EUT asia C-45/08, Spector Photo Group NV ym. v. CBFA, loppupäätelmien kohta 1).

Yleensä sisäpiirisääntelyllä pyritään asettamaan sisäpiiritiedon haltijoille velvollisuus julkistaa sisäpiiritieto, jotta kaikilla markkinatoimijoilla olisi käytettävissään yhtäläiset tiedot kaupankäynnin kohteena olevista rahoitusvälineistä ja niiden hintaan liittyvistä seikoista. Tästä syystä myös johtohenkilöt ja heidän lähipiirinsä ovat yleensä sisäpiirisääntelyn kohteina erilaisten julkistamisvelvollisuuksien kautta.<sup>116</sup>

Johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä velvollisuuksien ja toimien sääntely pyrkii osaltaan estämään johtohenkilöillä ja mahdollisesti heidän lähipiirillään hallussa olevan sisäpiiritiedon väärinkäyttöä. On epätodennäköistä, että liikkeeseenlaskijan johdossa toimiva henkilö käyttää hallussaan olevaa sisäpiiritietoa väärin tekemällä sisäpiiritietoon perustuvia liiketoimia, jos hänellä on etukäteen tiedossa, että hän on velvollinen julkistamaan sisäpiiritietoon perustuvat liiketoimet heti niiden toteuttamisen jälkeen. Tällöin riski kiinni jäämisestä on hyvin suuri, sillä toimivaltaiset valvontaviranomaiset seuraavat melko tarkasti julkistettuja liiketoimia ja niihin liittyvän tiedon julkistamista sekä markkinoilla kaupankäynnin kohteena olevien rahoitusvälineiden hintojen kehitystä. Käytännössä niin sanottujen sisäpiiriläisten eli liikkeeseenlaskijoiden johtohenkilöiden tai muiden työntekijöiden on vaikeaa vedota kyvyttömyyteen tai tietämättömyyteen säännösten noudattamisesta.<sup>117</sup>

Sisäpiiritiedon väärinkäytön kriminalisoinnin vuoksi sisäpiirikauppojen tekeminen on riskialtista toimintaa, josta joutuu rikosoikeudelliseen vastuuseen. Lisäksi sisäpiirikaupat muuttavat keinotekoisesti rahoitusvälineiden hintoja ja antavat todennäköisesti näin vääränlaista signaalia rahoitusvälineen hintavaihtelun tulevaisuudesta muille markkinatoimijoille, joilla ei ole hallussaan sisäpiiritietoa. Sisäpiirikauppojen tekeminen tai yrittäminen vaikuttavat negatiivisesti arvopaperimarkkinoiden luotettavuuteen.<sup>118</sup>

Lähipiiriyhteisöitä koskeva sääntely on omalta osaltaan pyrkimys torjua sisäpiirikauppoja jo ennen niiden toteutumista ja suojella näin arvopaperimarkkinoita keinotekoiselta häirinnältä ja hintoihin vaikuttamiselta. Lisäksi tiukka sisäpiirisääntely ja sääntelyn valvonta edistää luottamusta arvopaperimarkkinoita kohtaan ja asettaa markkinatoimijat yhtäläiseen asemaan.

---

<sup>116</sup> Davies - Worthington, 2012, s. 1127 - 1135.haku

<sup>117</sup> Häyrynen, 2008, s. 72.

<sup>118</sup> MAD johdanto-osan perustelukappale 13.

Arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely on viime vuosikymmenien aikana muuttunut hyvin EU-vetoiseksi ja nykyään suurin osa sääntelykehikosta on EU:n, sen edeltäjän EY:n<sup>119</sup> tai EU:n valtuuttamana ESMA:n laatimaa. Nykyinen arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely perustuu aiemmasta poiketen enemmän suoraan sovellettaviin asetuksiin enemmän valinnan vapautta sisältävien direktiivien sijaan. Sääntely on myös aiempaa yksityiskohtaisempaa ja teknisempää. Tästä johtuen EU:n jäsenvaltioiden itsemääräämisoikeus arvopaperimarkkinoihin liittyvässä sääntelyssä on kaventunut huomattavasti ja sääntely on yhdenmukaistunut.<sup>120</sup>

Sääntelyn uudistusten tavoitteena oli luoda nopeampi lainsäädäntöprosessi niin sanotun Lamfalussy-mallin avulla. Malli siirsi suuren osan finanssialan lainsäädäntövastuusta kansalliselta tasolta EU:n tasolle ja se perustuu moniportaiseen, komissionjohtoiseen lainsäädäntömenettelyyn.<sup>121</sup>

Lamfalussy-mallin käyttöönoton lisäksi on huomioitava, että melko suuri osa sääntelykehikosta on lähtöisin G20-maiden<sup>122</sup> yhteisistä päätöksistä. G20-maiden yhdessä tekemät päätökset pannaan täytäntöön ja tuodaan osaksi sääntelyä EU:ssa ja muissa G20-maissa kunkin valtion viranomaisten parhaaksi katsomalla tavalla. Sääntelyssä pyritään näin ollen katsomaan suurempia kokonaisuuksia ja luomaan sääntelystä laajempaa maantieteellistä aluetta ja yleisöä paremmin palvelevaa.<sup>123</sup> Sääntelykehikon kehityksestä huolimatta arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön perimmäinen tavoite on pysynyt samana: Sillä halutaan turvata tehokkaiden markkinoiden olemassaolo.<sup>124</sup>

---

<sup>119</sup> Euroopan parlamentin infisivusto. <https://europarlamentti.info/fi/Euroopan-unioni/historia/> Katsottu 15.10.2018. Euroopan yhteisö perustettiin vuonna 1967. Vuoden 1992 Maastrichtin sopimuksella EY muuttui EU:ksi. EY:n laatimaa sääntelyä on edelleen paikoittain voimassa siltä osin, kun niitä ei ole korvattu uudemmalla sääntelyllä.

<sup>120</sup> Kontkanen, 2016, s. 93.

<sup>121</sup> Posner, 2010, s. 43 - 47.

<sup>122</sup> <http://g20.org.tr/about-g20/g20-members/>. G20-maita ovat talouden osalta maailman suurimmat valtiot, jotka kokoontuvat säännöllisesti. G20-maita ovat Argentiina, Australia, Brasilia, Kanada, Kiina, Ranska, Saksa, Intia, Indonesia, Italia, Japani, Etelä-Korea, Meksiko, Venäjä, Saudi-Arabia, Etelä-Afrikka, Turkki, Yhdistynyt Kuningaskunta ja Yhdysvallat. EU kuuluu G20-ryhmittymään itsenäisenä elimenä edellä lueteltujen valtioiden lisäksi.

<sup>123</sup> Afrell - Jansson teoksessa Börsrätt, 2017, s. 87 - 95.

<sup>124</sup> Laininen, 2013, s. 25.

Seuraavaksi esitellään lähipiiriyhteisöjä koskeva merkittävä sääntely. Esiteltävä lainsäädäntö ei kuitenkaan ole tyhjentävä listaus lähipiiriyhteisöjä ja arvopaperimarkkinoita koskevasta sääntelystä. Esiteltävät kohteet kattavat kuitenkin merkittävän osan arvopaperimarkkinoita ja lähipiiriyhteisöitä koskevasta sääntelystä.

### **3.1 Sääntely**

#### **3.1.1 Markkinoiden väärinkäyttöasetus (MAR)**

Markkinoiden väärinkäyttöasetus eli MAR astui voimaan koko EU:n alueella 3.7.2016. MAR sääntelee muun muassa sisäpiirikauppoja, sisäpiiritiedon laitonta sekä sallittua ilmaisemista ja markkinoiden manipulointia, eli tiivistetysti markkinoiden väärinkäyttöä.<sup>125</sup> MAR:in edeltäjä, vanha markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (2003/6/EY, jäljempänä VMAD), kumottiin MAR:in voimaantulon myötä.<sup>126</sup> Sääntelyn uudistaminen nähtiin tarpeellisenä, sillä VMAD:n voimaantulon jälkeen arvopaperi- ja finanssimarkkinoiden sekä tekniikan kehitys oli johtanut muutoksiin arvopaperimarkkina- ja rahoitusaloilla. Niin sanotun de Larosiére-ryhmän tekemässä selvityksessä katsottiin, että uutta sääntelyä tarvitaan varmistamaan sääntöjen ja käsitteiden yhdenmukaisuus ja selkeys. Etenkin vuoden 2008 finanssikriisi ja sen seuraukset vaikuttivat suuresti de Larosiére-ryhmän perustamiseen sekä ryhmän tekemään selvitykseen.<sup>127</sup>

De Larosiére-raportti on Jacques de Larosiéren johtaman asiantuntijaryhmän laatima raportti, jonka Euroopan komissio tilasi vuoden 2008 finanssikriisin jälkimainingeissa.<sup>128</sup> Sen tarkoituksena oli luoda suosituksia uutta finanssimarkkinoita koskevaa sääntelyä, vahvempaa finanssimarkkinoiden valvontaa sekä tehokkaampia kriisinhallintakeinoja varten.<sup>129</sup> de Larosiére-raportin laatinut asiantuntijaryhmä totesi, että tehokkaat eurooppalaiset sisämarkkinat edellyttävät harmonisoitua sääntelyä kaikilla aloilla, mukaan lukien finanssimarkkinat, sillä markkinat eivät voi toimia kunnolla, jos sääntely ja

---

<sup>125</sup> MAR 1 artikla.

<sup>126</sup> MAR otsikointi Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY kumoamisesta; EUR-Lexin VMAD-sivusto, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/fi/TXT/?uri=CELEX%3A32003L0006>. Katsottu 12.12.2018.

<sup>127</sup> MAR johdanto-osan 3. perustelukappale.

<sup>128</sup> Veil, 2017, s. 15.

<sup>129</sup> de Larosiére-raportti, 2009, s. 4.

sääntelyn tulkinnat vaihtelevat jäsenvaltiosta riippuen.<sup>130</sup> de Larosiére-raportissa suositeltiin, että Euroopan komission tulisi identifioida sellaiset kansalliset erityispiirteet tai poikkeukset sääntelyssä, joiden poisto tehostaisi ja kehittäisi finanssimarkkinoiden toimintaa ja rajat ylittävää taloudellista toimintaa.<sup>131</sup> Käytännön toimina suositeltiin muun muassa eurooppalaisen arvopaperimarkkinaviranomaisjärjestelmän perustamista.<sup>132</sup> Tämä suositus johti vuonna 2010 esimerkiksi ESMA:n perustamiseen ja myöhemmin MAR:n laatimiseen.<sup>133</sup>

MAR:ia sovelletaan säännellyillä markkinoilla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena oleviin rahoitusvälineisiin sekä sellaisiin rahoitusvälineisiin, joiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä on pyydetty. MAR:a sovelletaan myös rahoitusvälineisiin, jotka ovat kaupankäynnin kohteena organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä (jäljempänä OTF), ja rahoitusvälineisiin, jotka eivät kuulu edellä mainittujen kaupankäyntipaikkojen piiriin, mutta joiden arvo tai hinta määräytyy edellä mainittujen rahoitusvälineiden hinnan tai arvon perusteella. Tällaisia rahoitusvälineitä voivat olla esimerkiksi luottoriskinvaihtosopimukset ja hinnanerosopimukset.<sup>134</sup> Muita MAR:n soveltamisalaan lukeutuvia tilanteita ovat MAR 2 artiklan 2 kohdan a - c alakohdissa mainitut rahoitusvälinetyypit, joihin sovelletaan markkinoiden manipulointia koskevia sääntöjä.<sup>135</sup>

Kaikkiin liiketoimiin, jotka liittyvät MAR:n soveltamisalaan kuuluviin rahoitusvälineisiin, sovelletaan MAR:n sääntelyä riippumatta siitä, tehdäänkö soveltamisalaan kuuluvaan

---

<sup>130</sup> de Larosiére-raportti, 2009, alakohdat 100 - 101, s. 27.

<sup>131</sup> de Larosiére-raportti, 2009, suositus 10, s. 29.

<sup>132</sup> de Larosiére-raportti, 2009, alakohta 194, s. 49.

<sup>133</sup> Veil, 2017, s. 16.

<sup>134</sup> MAR 2 artiklan alakohta 1.

<sup>135</sup> MAR 2 artiklan alakohdat 1 - 2, 12 ja 15 artikkelit. MAR:ia sovelletaan myös toimintaan ja liiketoimiin sekä tarjouksiin, jotka liittyvät päästöoikeuksien tai niihin perustuvien huutokauppatuotteiden huutokauppaan huutokauppapaikassa, jolle on annettu säännellyn markkinan toimilupa. Markkinoiden manipulointia koskevia 12 ja 15 artikloja sovelletaan myös hyödykkeitä koskeviin spot-sopimuksiin, jotka eivät ole tukkukaupan energiatuotteita silloin, jos niitä koskeva liiketoimi tai toimeksianto todennäköisesti vaikuttaa MAR:n alaisten rahoitusvälineiden arvoon. Markkinoiden manipulointisäännökset koskevat myös viitearvoihin liittyvää toimintaa ja rahoitusvälinetyyppejä silloin, kun niitä koskeva liiketoimi, tarjous tai toimeksianto todennäköisesti vaikuttaa hyödykettä koskevan spot-sopimuksen hintaan tai arvoon, kun hinta tai arvo määräytyy kyseisten rahoitusvälineiden hinnan tai arvon perusteella. Tämä osa MAR:n soveltamisalasta ei ole tutkielman aiheen kannalta oleellinen, joten sitä ei käsitellä enempää.

rahoitusvälineeseen liittyvä liiketoimi EU:n alueella vai jossain kolmannessa valtiossa. Tämä koskee myös MAR:n mukaisia erilaisia kieltoja, muita vaatimuksia sekä toteuttamatta jätettyjä toimia, jotka koskevat MAR:n soveltamisalaan kuuluvia rahoitusvälineitä.<sup>136</sup>

Voidaan siis todeta, että MAR:n soveltamisala on hyvin laaja, etenkin sen kolmansiin valtioihin liittyvän ulottuvuuden, sekä soveltamisalaan kuuluvien rahoitusvälineiden ja erilaisten kauppapaikkojen suuren määrän vuoksi. Suuri ulottuvuus ja soveltamisala lisäävät mahdollisia tulkintaongelmia ja -epäselvyyksiä, sillä suuren instrumentaalisen ulottuvuuden lisäksi myös MAR:n alueellinen soveltamisala on hyvin laaja sen ulottuessa kattamaan kaikki EU:n jäsenvaltiot. EU:n jäsenvaltioiden erilaiset toimintakulttuurit ja arvopaperimarkkinoiden erilaiset historialliset painoarvot luovat tulkinnalle ja koko unionin laajuiselle soveltamiselle haasteita. Asetukselle ominainen suora sovellettavuus jättää jäsenvaltioille huomattavasti vähemmän tapaus- ja valtiokohtaista soveltamisvaraa. Tämän tutkielman aihe on vain yksi monista ongelmista, joita edellä kuvaillut MAR:n piirteet ovat aiheuttaneet.

MAR:n keskeisiä tavoitteita ovat muun muassa markkinoiden luotettavuuden takaaminen, markkinoiden moitteettoman toiminnan varmistaminen, väärinkäytösten vähentäminen sekä oikeusvarmuuden lisääminen. Lisäksi tarkoituksena on yksinkertaistaa arvopaperimarkkinoiden sääntelyä luomalla yhteinen sääntelykehikko EU:n alueelle.<sup>137</sup>

Suomessa MAR saatettiin osaksi kansallista sääntelyä lisäämällä arvopaperimarkkinalakiin (746/2012, jäljempänä AML) viittaussäännös MAR:iin. Viittaussäännöksen mukaan sisäpiirintiedosta, sisäpiirikaupoista, sisäpiirintiedon laittomasta ilmaisemisesta, markkinoiden manipuloinnista, markkinoiden väärinkäytön estämisestä ja havaitsemisesta, sisäpiiriluetelloista, johtohenkilöiden liiketoimista ja sijoitussuosituksista säädetään MAR:issa.<sup>138</sup> MAR siis tavallaan implementoitiin osaksi kansallista lainsäädäntöä, vaikka se onkin asetuksena suoraan EU:n jäsenvaltioissa sovellettavaa oikeutta myös Suomessa

---

<sup>136</sup> MAR 2 artiklan 3-4 alakohdat.

<sup>137</sup> MAR, johdanto-osan 4. perustelukappale.

<sup>138</sup> AML 746/2012, 12:1 §.

eikä sen voimaantulo olisi edellyttänyt mitään erillisiä lainsäädäntötoimenpiteitä Suomen lainsäätäjältä.<sup>139</sup>

Tämän tutkielman aiheen kannalta MAR:n keskeisimmät artiklat ovat 3, 14, 17 ja 19. Ne sisältävät muun muassa lähipiirin määritelmän, sisäpiirikauppoja ja sisäpiiritiedon laitonta ilmaisua koskevat kiellot, sisäpiiritiedon julkistamisvaatimukset ja johtohenkilöiden liiketoimiin liittyvät vaatimukset.<sup>140</sup>

### **3.1.2 Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (MAD)**

Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (2014/57/EU, jäljempänä MAD) tuli voimaan samanaikaisesti MAR:n kanssa 3.7.2016. MAD luotiin de Larosiére-raportin suosituksesta raportin tekijöiden todettua, että EU:n jäsenvaltioiden rahoitus- ja arvopaperimarkkinoita koskevat seuraamusjärjestelmät olivat heikkoja ja epäyhtenäisiä. Raportissa myös todettiin, että aiemmin määrätyt hallinnolliset seuraamukset olivat riittämättömiä varmistamaan, että markkinoiden väärinkäytön ehkäisemiseen ja torjumiseen liittyviä sääntöjä noudatetaan.<sup>141</sup> de Larosiére-raportissa suositeltiin, että kaikkiin rahoitus- ja arvopaperimarkkina-alojen rikoksiin tulisi soveltaa tasapuolisia, tiukkoja ja ennaltaehkäiseviä seuraamusjärjestelmiä. Lisäksi suositeltiin, että seuraamukset tulisi panna täytäntöön tehokkaasti, jotta markkinoiden luottamus ja tehokas toiminta säilyy.<sup>142</sup>

MAD:iin sisältyvät rikosoikeudelliset seuraamukset muun muassa sisäpiirikaupoista, sisäpiiritiedon laittomasta ilmaisemisesta ja markkinoiden manipuloinnista. MAD:n tavoitteena on lisätä rahoitusmarkkinoiden luotettavuutta, parantaa sijoittajansuojaa sekä ylipäättään lisätä luottamusta markkinoihin.<sup>143</sup> MAD:n sääntely on niin sanottua minimisääntelyä. Jäsenvaltioiden on implementoitava vähintään MAD:n edellyttämät rikosoikeudelliset seuraamukset osaksi kansallista seuraamusjärjestelmää, mutta myös ankarammat seuraamukset ovat sallittuja. Suomessa päädyttiin implementoimaan MAD:n mukaiset vankeusrangaistusten enimmäiskestot vähimmäisvaatimuksen mukaan osaksi

---

<sup>139</sup> Raitio, 2010, s. 201.

<sup>140</sup> MAR artiklat 3, 14, 17 ja 19.

<sup>141</sup> MAD johdanto-osan 3-4 perustelukohdat.

<sup>142</sup> MAD johdanto-osan 3 perustelukappale.

<sup>143</sup> MAD 1 artiklan 1 alakohta.



rikoslakia.<sup>144</sup> Samalla kuitenkin todettiin, että vähimmäisvaatimuksen mukaisista rangaistuksista huolimatta seuraamusten kokonaishyödyn saavuttaminen edellyttää valvonta- ja seuraamusjärjestelmän riittävää resursointia ja järjestelmää kohtaan tunnettua luottamusta toimiakseen. Arvopaperimarkkinoiden luottamus valvontajärjestelmää kohtaan taas edellyttää riittävää sanktiovarmuutta ja kiinnijäämisriskiä väärinkäytösten yhteydessä.<sup>145</sup>

Valvontajärjestelmän luotettavuuden takaamiseksi MAR:n ja MAD:n voimaantulon yhteydessä muutettiin myös lakia Finanssivalvonnasta. Finanssivalvonnan tehtävänä on finanssimarkkinoiden toiminnan valvominen sekä hyvien menettelytapojen edistäminen.<sup>146</sup>

MAD:n soveltamisala on hieman suppeampi kuin sen sisäasetuksen MAR:n. MAD:ia sovelletaan sellaisiin rahoitusvälineisiin, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, tai joiden kaupankäynnin kohteeksi ottamista edellä mainituilla markkinoilla on pyydetty. MAD:ia sovelletaan myös OTF-kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena oleviin rahoitusvälineisiin sekä muihin rahoitusvälineisiin, joiden hinta tai arvo on sidottu edellä mainittujen rahoitusvälineiden hintaan tai arvoon. Tällaisia rahoitusvälineitä ovat esimerkiksi luottoriskivaihtosopimukset ja hinnanerosopimukset. Myös päästöoikeudet ja niiden huutokaupat ovat tietyin rajoituksin MAD:n soveltamisalaan kuuluvia, mutta niitä ei käsitellä juurikaan tässä tutkielmassa.<sup>147</sup>

Suomessa MAD on implementoitu kansalliseen sääntelyyn osaksi rikoslakia (39/1889).<sup>148</sup> Rikoslain 51 luku koskee arvopaperimarkkinarikoksia ja MAD:n implementoinnin myötä lukuun lisättiin muun muassa entisten hallinnollisten seuraamusten lisäksi rikosoikeudelliset seuraamukset sisäpiiritiedon laittomasta ilmaisemisesta<sup>149</sup> sekä muutettiin arvopaperimarkkinarikoksia koskevien pykälien soveltamisala vastaamaan MAD:n soveltamisalaa.<sup>150</sup> Lisäksi implementoinnin myötä kriminalisoitiin esimerkiksi

---

<sup>144</sup> HE 65/2016, s. 31; 39/1889, 51 luku.

<sup>145</sup> HE 65/2016, s. 35.

<sup>146</sup> FivaL, 878/2008, 1:3 §.

<sup>147</sup> MAD 1 artiklan 2 alakohta.

<sup>148</sup> HE 65/2016, s. 1.

<sup>149</sup> HE 65/2016, s. 31.

<sup>150</sup> Laki 521/2016, s. 1 ja 4.

markkinoiden manipuloinnin yritys ja rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen peruutus ja muuttaminen sisäpiiritiedon väärinkäytön osana.<sup>151</sup>

### 3.1.3 Arvopaperimarkkinalaki

Arvopaperimarkkinalaki (746/2012, jäljempänä AML) sääntelee Suomessa tapahtuvaa toimintaa, joka koskee arvopaperien yleistä liikkeeseen saattamista, tiedonantovelvollisuutta ja julkisia ostotarjouksia, sekä arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön estämistä ja valvontaa. AML:n sovellettavuus ulottuu myös Suomen ulkopuoliseen toimintaan<sup>152</sup>, mikäli tietyt edellytykset täyttyvät. AML sisältää tarkan sääntelyn lisäksi myös yleisiä arvopaperimarkkinaoikeudellisia periaatteita, joita jokaisen arvopaperimarkkinoilla toimivan tulee noudattaa. Näitä ovat esimerkiksi hyvä arvopaperimarkkinatapa, kiello antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja sekä riittävien tietojen tasapuolinen saatavilla pitäminen.<sup>153</sup>

Nykyinen arvopaperimarkkinalaki tuli voimaan 1.1.2013 kumoten vanhan arvopaperimarkkinalain (495/1989, jäljempänä VAML).<sup>154</sup> VAML:ia oli sen voimassaoloaikana muutettu useasti. Muutosten johdosta VAML oli vaikeatulkintainen ja sekava. Lisäksi rahoitusmarkkinoilla tapahtuneet muutokset ja etenkin vuosien 2007 - 2008 finanssikriisi loivat uudenlaista painetta sääntelyuudistukselle.<sup>155</sup> Arvopaperimarkkinalainsäädännön uudistuksen tavoitteena oli parantaa sääntelyn selkeyttä, tavoitteita ja soveltamisalaa. Lisäksi myös AML:n kansainvälistä sovellettavuutta haluttiin selkeyttää. Keskeisimpänä muutoksena oli uudistuksen myötä VAML jakautuminen useampaan erilliseen lakiin. VAML:n kumoamisen myötä voimaan tulivat paitsi AML, mutta myös esimerkiksi sijoituspalvelulaki, laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä laki arvo-osuustileistä.<sup>156</sup>

Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksesta huolimatta VAML:in aikaisista sääntelyn periaatteista ja tavoitteista ei haluttu luopua. Näin ollen myös nykyisen AML:n

---

<sup>151</sup> HE 65/2016, s. 31 ja 33.

<sup>152</sup> AML 746/2012, 1:1 §.

<sup>153</sup> AML 746/2012, 1:2-4 §.

<sup>154</sup> AML 746/2012, 19:1 § ja VAML 495/1989.

<sup>155</sup> Parkkonen - Knuts, 2014, s. 3.

<sup>156</sup> HE 32/2012, s. 2.

tavoitteena ovat tehokkaasti toimivat ja luotettavat arvopaperimarkkinat, luotettavuuden myötä tapahtuva sijoittajansuojan edistäminen, listayhtiöiden hallinnointivelvollisuuksien keventäminen ja pörssiin listautumisen kynnyksen madaltaminen, sekä tehokkaan valvonta- ja seuraamusjärjestelmän luominen arvopaperimarkkinoille.<sup>157</sup>

Arvopaperimarkkinalain merkitys markkinoiden väärinkäyttöä koskevissa asioissa väheni huomattavasti vuonna 2016, jolloin MAR tuli voimaan. AML:n sisältöä muutettiin niiltä osin, jotka koskivat markkinoiden väärinkäyttöä. Nykyään voimassa olevassa AML:n versiossa markkinoiden väärinkäyttöä koskevissa asioissa viitataan suoraan MAR:iin eikä AML tosiasiallisesti sisällä edellä mainitun viittaussäännöksen lisäksi juurikaan muuta markkinoiden väärinkäyttöä koskevaa sääntelyä.<sup>158</sup> Tästä huolimatta AML:n merkitys tärkeimpänä kansallisena arvopaperimarkkinoita sääntelevänä lakina ei ole poistunut, vaan AML on edelleen kotimaisen arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn pääasiallinen ja tärkein lähde.<sup>159</sup> Tutkielman aiheen kannalta tärkeimmät kohdat AML:issa ovat MAR:iin liittyvät viittaussäännökset.<sup>160</sup>

### **3.2 Pehmeä sääntely ja itsesääntely**

Lähipiirisääntelyn olennainen osa on niin sanottua pehmeää sääntelyä, joka täydentää aiheeseen liittyvää sääntelyä. Pehmeällä sääntelyllä eli soft law'lla tarkoitetaan yleensä sellaisia normeja, jotka eivät ole varsinaisia lakeja tai viranomaisten kannanottoja, vaan jotain näiden kahden väliltä.<sup>161</sup> Ne voivat olla esimerkiksi ohjeita, periaatteita, sääntöjä tai päätöksiä.<sup>162</sup> On kuitenkin tärkeää huomata, että pehmeän sääntelyn instrumentit ovat juridisesti katsottuna ei-sitovia suosituksia ja kannanottoja, joita käytetään ainoastaan normikehikon laajentamisen työkaluna, oikeudellisen päätöksenteon tukena ja monimuotoisemman oikeuslähdeopin luomisessa.<sup>163</sup> Pehmeän sääntelyn luonne muuttuu

---

<sup>157</sup> HE 32/2012, s. 61.

<sup>158</sup> Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 519/2016, s. 3.

<sup>159</sup> Parkkonen - Knuts, 2010, s. 7.

<sup>160</sup> AML 12 luku.

<sup>161</sup> Desta, 2012, s. 40. Katso myös s. 41: Vaughan Lowe on määritellyt soft law-käsitteen myös seuraavasti: "Obligations that, while not legally binding themselves, are created with the expectation that they will be given some indirect legal effect through related binding obligations under either international or domestic law."

<sup>162</sup> Määttä, 2006, s. 554.

<sup>163</sup> Määttä, 2006, s. 553 - 554.

sitovammaksi vasta, jos viranomaiset tai tuomioistuin käyttävät pehmeää sääntelyä esimerkiksi jonkin päätöksen tai tulkintakannanoton perusteluna.<sup>164</sup>

Pehmeä sääntely on luonteeltaan joustavampaa, eikä sen muotoillun tarvitse olla yhtä yksiselitteistä kuin varsinaisen sääntelyn. Näin ollen pehmeän sääntelyn implementointi voi olla huomattavasti helpompaa ja yksinkertaisempaa kuin lainsäädännön. Pehmeä sääntely sisältää kuitenkin juuri joustavuuden ja avoimuuden vuoksi enemmän riskejä, sillä sen noudattaminen ei ole pakollista, tulkintoja voi olla monia ja epäselvyydet voivat pahimmassa tapauksessa johtaa viranomaisten väliintuloon ja alkuperäisiä vaatimuksia tiukempiin velvoitteisiin. Tästä huolimatta arvopaperimarkkinaoikeudessa pehmeää sääntelyä on käytetty melko paljon sekä kansallisella että EU:n tasolla.<sup>165</sup>

Pehmeällä sääntelyllä on arvopaperimarkkinaoikeudessa melko suuri merkitys, sillä varsinaisen sääntelyn lisäksi arvopaperimarkkinoita säännellään useilla pehmeän sääntelyn instrumenteilla ja itsesääntelyllä, jotka ovat nousseet lähes kirjoitetun lain asemaan arvopaperimarkkinoilla. Seuraavaksi käydään läpi arvopaperimarkkinoiden kannalta tärkeimmät kansalliset ja kansainväliset itsesääntelyn lähteet. Huomionarvoista on, että osa itsesääntelystä on ainoastaan kansallista ja Suomea koskevaa, kuten esimerkiksi Helsingin pörssin säännöt, ja osa taas koko EU-aluetta koskevaa sääntelyä. Lisäksi esimerkiksi Nasdaq Nordic-pörssien yhteiset sääntökehikot koskevat yhteisesti kaikkia pohjoismaisia Nasdaq-pörssijä, eli Helsingin, Tukholman, Kööpenhaminan ja Islannin pörssijä.<sup>166</sup>

Seuraavaksi käydään läpi merkittävimpiä pehmeän sääntelyn ja itsesääntelyn elementtejä Suomesta.

### **3.2.1 Helsingin pörssin säännöt**

Helsingin pörssin nykyiset säännöt ovat olleet voimassa vuoden 2018 alusta. Säännöt perustuvat kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettuun lakiin, jonka mukaan Helsingin pörssin on laadittava ja pidettävä yleisön saatavilla säännöt, jotka määräävät muun muassa kaupankäynnistä rahoitusvälineillä, rahoitusvälineen ottamisesta kaupankäynnin kohteeksi,

---

<sup>164</sup> Määttä, 2006, s. 555.

<sup>165</sup> Moloney, 2014, s. 857 - 858.

<sup>166</sup> Nasdaq Nordic-pörssien yhteiset säännöt, s. 4.

[https://business.nasdaq.com/media/Nasdaq%20Nordic%20Member%20Rules%20version%203.6%20%28effective%20as%20of%20September%2024%202018%29%20Final\\_tcm5044-31275.pdf](https://business.nasdaq.com/media/Nasdaq%20Nordic%20Member%20Rules%20version%203.6%20%28effective%20as%20of%20September%2024%202018%29%20Final_tcm5044-31275.pdf).

liikkeeseenlaskijoiden velvollisuuksista ja oikeuksista sekä sääntöjen rikkomisesta seuraavista rikkomuksista.<sup>167</sup>

Valtiovarainministeriö vahvistaa aina kulloinkin voimassa olevat Pörssin säännöt. Pörssin sääntöjä sovelletaan Helsingin pörssin säännellyn markkinan toimintaan ja ne vastaavat pitkälti muiden pohjoismaisten Nasdaq-pörssien, Kööpenhaminan, Tukholman ja Islannin pörssien, sääntöjä.<sup>168</sup> Pörssin sääntöjä sovelletaan Helsingin pörssin toimintaan ja ne koskevat arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita sekä tietyiltä osin sijoituspalveluiden tarjoajia. Pörssin säännöt muodostavat yhdessä arvopapereiden kaupankäyntiä koskevien sääntöjen kanssa kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain (1070/2017) tarkoittamat pörssin säännöt.<sup>169</sup>

Tämän tutkielman aiheen kannalta olennaisin osa Pörssin säännöistä on pörssiyhtiön ja sen lähipiirin liiketoimia koskeva kohta 2.3.3.6, jossa määritellään lähipiiri. Huomionarvoista on se, että Pörssin sääntöjen lähipiirin määritelmä eroaa huomattavasti MAR:n mukaisesta lähipiirin määritelmästä. Pörssin säännöissä pörssiyhtiön (jonka voidaan käsitteenä tässä yhteydessä katsoa vastaavan MAR:issa tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa) lähipiiriin katsotaan kuuluvan yhtiön johtohenkilöiden lisäksi oikeushenkilöt, joissa johtohenkilöillä on määräysvalta sekä sellaiset osakkeenomistajat, joiden hallussa on vähintään 10 prosenttia pörssiyhtiön osakkeista tai äänistä.<sup>170</sup> MAR:n mukaan lähipiiriin kuuluvat myös sellaiset oikeushenkilöt, joissa johtohenkilö vaikuttaa tai osallistuu liikkeeseenlaskijan rahoitusvälinettä tai -välineitä koskevan liiketoimen tekoon eikä johtohenkilöltä edellytetä omistusosuutta lähipiiriyhteisöstään, jos hänellä on johtoasema yhteisössä. Käytännössä näitä ovat johtohenkilöiden vaikutusvalta-yhteisöt.<sup>171</sup>

Pörssin sääntöjen määritelmä lähipiiriyhteisöstä on siis huomattavasti suppeampi kuin MAR:n. Käytännössä tällä erolla ei liene suurta merkitystä, sillä kaikki liikkeeseenlaskijat joutuvat joka tapauksessa soveltamaan MAR:n mukaista määritelmää lähipiiriyhteisöstä etenkin siltä osin kuin se ylittää Pörssin sääntöjen määritelmän. MAR asetuksena menee Pörssin sääntöjen edelle soveltamishierarkiassa ja näin ollen Suomessa sovelletaan

---

<sup>167</sup> Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 1070/2017, 3:6 §.

<sup>168</sup> Pörssin säännöt, s. 2.

<sup>169</sup> Pörssin säännöt, kohdat 1.1. ja 1.2.; laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 1070/2017, 3:6

<sup>170</sup> Pörssin säännöt, kohta 2.3.3.6..

<sup>171</sup> ESMA:n MAR Q&A A.7.7, s.19.

lähipiiriin lähtökohtaisesti MAR:n mukaista määritelmää. Puhtaasti Helsingin pörssiin liittyvissä asioissa käytetään sen sijaan Pörssin sääntöjen määritelmää lähipiiristä. Tapaukset, joihin MAR ei sovellu ja joihin sovelletaan Pörssin sääntöjä, lienevät kuitenkin melko harvassa.

### **3.2.2 Helsingin pörssin sisäpiiriohjeet**

Helsingin pörssi, Keskuskauppakamari ja Elinkeinoelämän keskusliitto ovat laatineet yhteistyössä sisäpiiriohjeen, joka koskee muun muassa pörssiyhtiöitä, kiinteistörahastoja, joukkovelkakirjan ja warranttien liikkeeseenlaskijoita ja pörssinoteerattuja rahastoja, joiden rahoitusväline on kaupankäynnin kohteena Helsingin pörssissä. Sisäpiiriohje astui voimaan 3.1.2018 ja se koskee myös First North-listalla olevia yhtiöitä. First North-listaa ei kuitenkaan käsitellä tässä tutkielmassa tarkemmin. Nykyinen sisäpiiriohje korvasi aiemmin voimassa olleen sisäpiiriohjeen.<sup>172</sup>

Pörssin sisäpiiriohjeessa on melko paljon lähipiiriyhteisöjä koskevia sääntöjä, sillä lähipiiriyhteisöt, lähipiirin liiketoimet ja sisäpiiriasiat kytkeytyvät toisiinsa. Koko sisäpiirisääntelyn tarkoituksenaan on estää sisäpiiritiedon väärinkäyttöä ja sisäpiirikauppaa. Tämän vuoksi sisäpiiriohje sääntelee myös pörssiyhtiön (liikkeeseenlaskijan) johtohenkilöiden ja johtohenkilöiden lähipiirin liiketoimia sekä tällaisista liiketoimista ilmoittamista. Tarkoituksena on turvata arvopaperimarkkinoihin kohdistuvaa luottamusta luomalla yksityiskohtaisia sääntöjä liiketoimien ilmoittamiseen ja sisäpiiritiedon väärinkäytön estämiseen. Pörssin sisäpiiriohjeen säännöt vastaavat melko pitkälti MAR:n sääntelyä.<sup>173</sup>

Pörssin sisäpiiriohje sisältää yksityiskohtaisia ohjeita etenkin siihen, miten liikkeeseenlaskijoiden tulee esimerkiksi järjestää sisäpiirihallintonsa, ylläpitää sisäpiirilueteloita ja miten yhtiön tulee huolehtia yhtiön sisäisestä johdon ja lähipiirin liiketoimien valvonnasta sekä tällaisista liiketoimista tiedottamisesta.<sup>174</sup>

---

<sup>172</sup> Pörssin sisäpiiriohje, s. 3.

<sup>173</sup> Pörssin sisäpiiriohje, s. 26.

<sup>174</sup> Pörssin sisäpiiriohje, Osa 3, s. 38 - 41.

### **3.2.3 Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan säännöt**

Helsingin pörssissä on myös erillinen kurinpitolautakunta, joka käsittelee ja ratkaisee Helsingin pörssiin ja sen toimintaan liittyviä kurinpitoasioita. Lautakunnan toimialaan kuuluvat asiat määritellään tarkemmin Pörssin säännöissä.<sup>175</sup> Kurinpitolautakunta voi käsitellä muun muassa tapauksia, joissa pörssiyhtiö tai muu arvopaperin liikkeeseenlaskija on rikkonut EU-lainsäädäntöä, kotimaista lainsäädäntöä tai Pörssin sääntöjä, tai joissa kyseinen taho ei ole noudattanut hyvää arvopaperimarkkinatapa. Kurinpitolautakunta voi seuraamuksena antaa muistutuksen tai varoituksen, määrätä kurinpitomaksun tai vakavissa tapauksissa esittää Helsingin pörssille, että rikkojan arvopaperi tai rahoitusväline poistetaan Helsingin pörssilistalta. Pörssilistalta poistaminen on kurinpitotoimena hyvin ankara ja se edellyttää hyvin vakavia rikkomuksia.<sup>176</sup> Kurinpitolautakunta käsittelee asioita Helsingin pörssin aloitteesta kirjallisessa menettelyssä. Esimerkiksi kauppoihinsa tyytymätön sijoittaja ei siis voi suoraan itse laittaa asiaa vireille kurinpitolautakunnassa, vaan aloitteen tekijänä on aina Helsingin pörssi.

Huomionarvoista on, että Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan sääntöjä ei ole uudistettu vuoden 2013 jälkeen, toisin kuin Helsingin pörssin muita vastaavia sääntöjä.<sup>177</sup> Esimerkiksi MAR:n voimaantuloa ei siis ole nimenomaisesti huomioitu. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että kurinpitolautakunnan säännöt eivät koskisi myös MAR:n mukaisia toimia. MAR:n rikkominen on käytännössä EU-lainsäädännön rikkomista ja se voidaan näin lukea kurinpitolautakunnan toimivallan alle kuuluvien kurinpitoseuraamusten piiriin. Tällöin myös Helsingin pörssin kurinpitolautakunta voi käsitellä esimerkiksi lähipiiritransaktioita koskevia kurinpitoasioita.

### **3.2.4 Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi ja siihen sisältyvät tilinpäätösstandardit**

Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n tehtävänä on hyvän arvopaperimarkkinatavan edistäminen ja määrittäminen. Osana tätä tehtävää Arvopaperimarkkinayhdistys ylläpitää

---

<sup>175</sup> Pörssin kurinpitolautakunnan säännöt, 1-2 §.

<sup>176</sup> Pörssin säännöt, s. 97 - 98.

<sup>177</sup> Pörssin kurinpitolautakunnan säännöt, 3, 5 ja 10 §.

Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodia, eli niin sanottua CG-koodia.<sup>178</sup> CG-koodi on nykyisessä muodossaan ollut voimassa vuoden 2016 alusta alkaen ja se sisältää pörssiyhtiöille tarkoitettuja suosituksia hyvistä hallinnointitavoista. Suositukset täydentävät lakisääteisiä velvoitteita, ja niillä halutaan yhtenäistää pörssiyhtiöiden toimintatavat sekä lisätä avoimuutta.<sup>179</sup>

CG-koodia noudatetaan niin sanotun *comply or explain* -periaatteen mukaisesti. Periaatteen mukaan CG-koodia tulee lähtökohtaisesti noudattaa, mutta CG-koodin suosituksista voidaan poiketa, jos poikkeamiselle on perusteltu syy. Yleensä pörssiyhtiöltä edellytetään tämän perustellun syyn selostamista. Suosituksista poikkeamisesta annettavalle selonteolle on laadittu CG-koodissa tarkat ohjeet. Pörssiyhtiöiden on myös ilmoitettava kotisivuillaan ja vuosittaisessa hallinnointiselvityksessään CG-koodin noudattamisesta sekä koodista poikkeamisesta perusteluineen.<sup>180</sup>

CG-koodin suositus 28 käsittelee lähipiiriliiketoimia. Sen mukaan yhtiön on arvioitava ja seurattava lähipiirin kanssa tehtäviä liiketoimia, ja otettava mahdolliset eturistiriidat huomioon päätöksenteossa.<sup>181</sup> Tutkielman aiheen kannalta on mielenkiintoista huomata, että CG-koodissa lähipiiriliiketoimen käsite poikkeaa MAR:n mukaisesta lähipiiriliiketoimesta. CG-koodissa lähipiiriliiketoimilla tarkoitetaan yhtiön itsensä suoraan lähipiirin kanssa tekemiä liiketoimia, jotka voivat olla esimerkiksi palveluiden tai voimavarojen siirtämistä liiketoimen kautta yhtiön ja sen lähipiiriin kuuluvan osapuolen välillä. Lisäksi suosituksessa todetaan, että yhtiön lähipiirillä tarkoitetaan yhtiön tilinpäätöstä varten määrittämää lähipiiriä, joka eroaa jonkin verran MAR:n sisältämästä lähipiirin määritelmästä.<sup>182</sup>

Tilinpäätösstandardien (jäljempänä IAS) mukaan lähipiiriin kuuluvat sellaiset luonnolliset henkilöt ja heidän perheenjäsenensä, joilla on määräysvaltaa, vaikutusvaltaa tai johtoasema yhtiössä. Lisäksi lähipiiriin kuuluvat samaan konserniin kuuluvat yritykset, yhteisyritykset (*engl. joint venture*), lähipiiriin kuuluvien luonnollisten henkilöiden määräysvaltayhteisöt

---

<sup>178</sup> Arvopaperimarkkinayhdistyksen esittelysivusto, <https://cgfinland.fi/arvopaperimarkkinayhdistys/>, katsottu 17.9.2018.

<sup>179</sup> CG-koodi, s. 7.

<sup>180</sup> CG-koodi, s. 6-8.

<sup>181</sup> CG-koodi. Suositus 28.

<sup>182</sup> CG-koodi, suosituksen 28 perusteluosio, s. 44.



ja vaikutusvalta-yhteisöt sekä yhteisöt, joissa lähipiiriin kuuluva luonnollinen henkilö on johtoasemassa. MAR:ista poiketen IAS määrittelee myös, mitkä yhteisöt eivät kuulu lähipiiriin. Tällaisia ovat esimerkiksi yhtiöt, joissa on sama johtohenkilö, joissain tapauksissa yhteisyrityksen omistajat ja yksittäiset asiakkaat, toimittajat ja välittäjät.<sup>183</sup>

Lähipiiriliiketoimi tehdään yhtiön ja lähipiiriläisen välillä. Lähipiiriliiketoimena pidetään esimerkiksi palveluiden, resurssien tai velvollisuuksien siirtoa rahoitusvälineiden hankinnan, luovutuksen tai muun liiketoimimallin sijaan. MAR:n mukainen lähipiiriliiketoimi sen sijaan on lähipiiriläisen tekemä liiketoimi yksinomaan liikkeeseenlaskijan (eli tässä IAS:n yhtiötä vastaavan tahon) rahoitusvälineillä. Liiketoimea ei näin ollen tehdä suoraan liikkeeseenlaskijana kanssa eikä liiketoimi voi MAR:n soveltamisalassa koskea muita kohteita kuin rahoitusvälineitä. Liikkeeseenlaskijalla ei yleensä ole mitään tekemistä lähipiiriliiketoimien käytännön toteutuksen tai suunnittelun kanssa, vaan MAR:n mukaiset lähipiiriliiketoimet toteutetaan säännellyn markkinan kauppapaikalla.<sup>184</sup>

Yhteistä MAR:n ja IAS:n mukaisille lähipiiriliiketoimille on se, että kummassakaan ei edellytetä vastiketta liiketoimelle. IAS:n mukaan kaikki kriteerit täyttävät liiketoimet ovat lähipiiriliiketoimia riippumatta siitä, suoritetaanko liiketoimesta maksua.<sup>185</sup> MAR katsoo lähipiiritransaktioiksi kaikenlaiset transaktiot, kuten hankinta, luovutus, muu saanto, panttaus, laina, perintö tai lahja, eikä tee eroa sen suhteen, kuuluuko transaktioon vastike vai ei.<sup>186</sup> MAR:issa ero tulee juuri siitä, ketkä transaktion osapuolina ovat ja mitä liiketoimissa on liiketoimen kohteena.

CG-koodin mukaiset määritelmät lähipiiristä ja lähipiiriliiketoimista eroavat näin ollen melko paljon MAR:ssa määritellyistä ja tämän tutkielman aiheena olevasta lähipiirin ja lähipiiriliiketoimen käsitteistä. Tämä johtune siitä, että CG-koodilla ei ole tarvetta säännellä sisäpiiriasioihin liittyviä seikkoja kovin tarkasti, sillä niitä säädellään jo yksityiskohtaisesti pakottavassa lainsäädännössä. Sen sijaan CG-koodin, IAS:n ja muiden tilinpäätösstandardien mukaiset lähipiiriliiketoimet eivät kuulu MAR:n soveltamisalaan siltä osin kuin ne poikkeavat MAR:issa määritellyistä lähipiiristä.

---

<sup>183</sup> IAS 24.9 - 11.

<sup>184</sup> IAS 24.9.

<sup>185</sup> IAS 24.9.

<sup>186</sup> MAR 19 artiklan 1 kohdan a alakohta; MAR johdanto-osan perustelukappale 58.

Tarvetta säännellä myös tällaisten liiketoimien tekoa ja julkistusta on kuitenkin yleisesti pidetty melko suurena ja siksi CG-koodiin on tuotu lähipiiriliiketoimia koskevat suositukset. Niissä käsitellään etenkin merkittävien ja tavanomaisesta poikkeavien lähipiiriliiketoimien osalta noudatettavaa päätöksentekomenettelyä ja selostamisvaatimusta.<sup>187</sup>

### **3.3 Valvontaviranomaiset**

#### **3.3.1 Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ESMA**

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (European Securities and Markets Authority, jäljempänä ESMA) on toiminut Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomaisena vuoden 2011 alusta lähtien. Sitä edelsi arvopaperimarkkinavalvojien komitea (Committee of European Securities Regulators, jäljempänä CESR).<sup>188</sup>

ESMA:n tavoite sääntely- ja valvontaviranomaisena on parantaa EU:n sisämarkkinoiden toimintaa, tehostaa valvonnan kansainvälistä yhteensovittamista, turvata finanssimarkkinoiden avoimuus ja moitteeton toiminta, varmistaa riskienoton sääntely ja valvonta sekä parantaa sijoittajan- ja asiakkaansuojaa arvopaperimarkkinoilla.<sup>189</sup> Lisäksi ESMA pyrkii muun muassa luomaan yhteisiä ja laadukkaita sääntely- ja valvontastandardeja sekä myötävaikuttamaan EU:n säädösten yhdenmukaiseen soveltamiseen.<sup>190</sup>

ESMA:n toiminta ja olemassaolo perustuvat Euroopan parlamentin ja Eurooppa-neuvoston asetukseen ja asetusta seuranneisiin muutosdirektiiveihin.<sup>191</sup> Aiemmin tutkielmassa mainittu de Larosiére-raportti sekä niin sanottu Lamfalussy - prosessi myötävaikuttivat suuresti ESMA:n ja sen edeltäjän CESR:n perustamiseen.<sup>192</sup> ESMA on osa Euroopan finanssivalvontajärjestelmää (European System of Financial Supervision; jäljempänä ESFS). ESFS - järjestelmään kuuluvat ESMA:n lisäksi Euroopan pankkiviranomainen (European Banking Authority; EBA) ja Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen

---

<sup>187</sup> CG-koodin esipuhe, s. 5.

<sup>188</sup> Häyrynen - Kajala, 2013, s. 28.

<sup>189</sup> Parkkonen - Knuts, 2014, s. 34; (EU) No 1095/2010, 2 artiklan 2a - e alakohdat.

<sup>190</sup> EU 1095/2010, 8 artiklan 1 a- b alakohdat.

<sup>191</sup> (EU) No 1095/2010, 1 artikla; 2011/61/EU; 2014/51/EU.

<sup>192</sup> Micklitz, 2010, s. 347.

(European Insurance and Occupational Pensions Authority; EIOPA). Kolme pääviranomaisen ohella ESFS - järjestelmään kuuluvat myös Euroopan järjestelmäriskikomitea (European Systemic Risk Board; ESRB) sekä kolmen sektorivalvojan yhteiskomitea (Joint Committee), joka käsittelee kolmen eurooppalaisen päävalvontaviranomaisen yhteisiä asioita.<sup>193</sup>

ESMA:n toimivalta on hyvin laaja-alaista ja se kattaa käytännössä lähes kaiken finanssimarkkinoiden toiminnan. Toimivalta on muotoiltu nimeämällä asetukset ja direktiivit, joiden soveltamisalalla ESMA toimii. Näihin kuuluvat sijoittajien korvausjärjestelmästä, konsolidoidusta listalle otosta, rahoitusjärjestelyistä, esitteistä, avoimuudesta, rahoitusvälineiden markkinoista, sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten omien varojen riittävydestä, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja finanssikonglomeraateista annetut direktiivit, luottoluokittaja-asetus, markkinoiden väärinkäyttöasetus sekä muut näihin säädöksiin perustuvat asetukset, direktiivit ja päätökset.<sup>194</sup>

ESMA tekee käytännön valvontatyötään koordinoimalla kansallisten valvontaviranomaisten välistä yhteistyötä, sillä arvopaperi- ja finanssimarkkinoiden pääasiallisesta käytännön valvonnasta vastaavat EU:n jäsenvaltioiden kansalliset valvontaviranomaiset.<sup>195</sup>

Varsinaisen valvontatehtävänsä tukena ESMA:lla on Euroopan parlamentin ja neuvoston valtuutuksella toimivalta laatia teknisiä sääntelystandardeja ja teknisiä täytäntöönpanostandardeja. Se voi antaa ohjeita ja suosituksia sekä päätöksiä muille toimivaltaisille viranomaisille ja finanssimarkkinoiden toimijoille sekä antaa lausuntoja Euroopan parlamentille, Euroopan neuvostolle ja Euroopan komissiolle kaikista sen vastuualueisiin liittyvistä kysymyksistä.<sup>196</sup> ESMA ei kuitenkaan muodollisesti voi luoda finanssimarkkinoita koskevia sääntöjä täysin itsenäisesti. Käytännössä näin kuitenkin yleensä on.<sup>197</sup>

---

<sup>193</sup> Parkkonen - Knuts, 2014, s. 32 - 33.

<sup>194</sup> Häyrynen - Kajala, 2014, s. 31 - 32; EU 1095/2010, 1 artiklan alakohdat 2 - 3.

<sup>195</sup> Finanssivalvonnan Arvopaperivalvonta-esittelysivu, <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/EU-valvonta/ESMA/Pages/Default.aspx>. Katsottu 26.9.2018.

<sup>196</sup> EU 1095/2010, 8 artiklan 2 alakohta ja artikkelit 10, 15, 16 ja 34.

<sup>197</sup> Moloney, 2014, s. 907–909; SEUT 290 ja 291 artikkelit.

Tutkielman aiheen kannalta merkittävimmät ESMA:n julkaisemista asiakirjoista lienevät tekniset sääntely- ja täytäntöönpanostandardit sekä ESMA:n julkaisema MAR:ia koskeva Q&A - ohjedokumentti. Q&A - dokumentti sisältää eri maiden kansallisten valvontaviranomaisten esittämiä kysymyksiä MAR:n tulkinnasta sekä ESMA:n antamat vastaukset kansallisten valvontaviranomaisten esittämiin kysymyksiin. ESMA:n Q&A-dokumentin julkaisun ja ylläpitämisen tarkoituksena on lisätä yhteisiä valvonta- ja täytäntöönpanometodeja EU-alueella sekä harmonisoida kansallisten valvontaviranomaisten soveltamiskäytäntöjä mahdollisimman yhdenmukaisiksi.<sup>198</sup>

### **3.3.2 Finanssivalvonta**

Suomen kansallinen arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomainen on Finanssivalvonta (jäljempänä Fiva). Fiva on toiminut nykyisessä muodossaan vuoden 2009 alusta lähtien. Fiva kuuluu muodollisesti osaksi Suomen Pankkia, mutta se hoitaa valvontatehtäväänsä itsenäisesti. Fivan toimintaa sääntelee laki Finanssivalvonnasta, ja Fivan tavoitteena on valvottavien laitosten ja muiden tahojen vakuutus, vakuutettujen etujen turvaaminen sekä yleinen luottamus finanssimarkkinoiden toimintaan.<sup>199</sup>

Fivan tehtävänä on valvoa AML:n noudattamista<sup>200</sup> sekä Suomen finanssimarkkinoiden toimintaa. Sen valvottaviin kuuluvat esimerkiksi pankit, vakuutus- ja eläkeyhtiöt, muut vakuutusalan toimijat, sijoituspalveluyritykset, rahastoyhtiöt sekä Helsingin pörssi.<sup>201</sup> Fiva muun muassa myöntää toimilupia, rekisteröi finanssimarkkinoilla toimivia tahoja ja vahvistaa niiden toimintaa koskevia sääntöjä. Fiva myös valvoo finanssimarkkinoita koskevan sääntelyn ja kansainvälisten tilinpäätösstandardien noudattamista, rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskua, rahoitusvälineillä tapahtuvaa kaupankäyntiä ja rahoitusvälineiden selvitys- ja säilytystoimintaa koskevien säännösten noudattamista.<sup>202</sup>

Fivalle kuuluvat lisäksi myös rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisen valvonta, finanssimarkkinoiden ja sen toimintaympäristön kehittymisen seuraaminen,

---

<sup>198</sup> ESMA:n MAR Q&A-sivusto, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-updates-qa-mar>. Katsottu 27.9.2018.

<sup>199</sup> Haussila - Avikainen, 2014, s. 627; FivaL 878/2008, 1 - 2 §.

<sup>200</sup> AML 746/2012, 1:6 §.

<sup>201</sup> Knuts teoksessa Yritysoikeus, 2014, s. 794; Finanssivalvonnan Valvottavat-sivusto, <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Fiva/Valvottavat/Pages/Valvottavat.aspx>. Katsottu 26.9.2018.

<sup>202</sup> FivaL 878/2008, 3 §.

finanssimarkkinoita koskevien lainsäädäntöhankkeiden kehittäminen ja tarvittaessa hankkeisiin osallistuminen sekä peruspankkipalvelujen saatavuuden ja hinnoittelun seuraaminen. Näiden lisäksi Fivalle kuuluu myös useita muita valvontatehtäviä, ja sen toimiala on hyvin laaja.<sup>203</sup>

Fivan toimivaltaan kuuluvat varsinaisen valvonnan lisäksi myös erilaisten ohjeiden ja tulkintasuosittelujen antovaltuudet sekä sanktioiden määräämisvaltuudet. Fiva julkaisee tarvittaessa standardeja, joissa määritellään hyväksyttävät toimintatavat Fivan valvonnan alaisissa asioissa. Fiva saattaa myös antaa julkisia lausuntoja hankkeista tai uudesta sääntelystä tai esimerkiksi mahdollisesta tulevasta muutoksesta markkinoilla muille viranomaisille ja medialle. Tällaisia lausuntoja annettiin esimerkiksi Nordea-pankin harkitessa pääkonttorinsa siirtämistä Suomeen, jolloin pankki Suomeen siirtymisen myötä tuli Fivan pankkivalvonnan alaiseksi.<sup>204</sup>

Lähipiiriyhteisöihin liittyvissä asioissa Fiva valvoo etenkin johtohenkilöiden lähipiiriin liiketoimien julkistamista ja sisäpiirisääntelyn noudattamista. Johdon lähipiiriin on toimitettava ilmoitus tehdystä liiketoimesta rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijan lisäksi myös Fivalle, jotta Fiva pystyy valvomaan lähipiiriin liiketoimia tehokkaammin. Fiva seuraa myös sisäpiiritiedon julkistamiseen ja julkistamisen lykkäämiseen liittyviä seikkoja ja se voi halutessaan esimerkiksi pyytää selvitystä siitä, miten ja miksi sisäpiiritiedon julkistamista on lykätty. Samalla Fiva valvoo, että esimerkiksi lähipiiriin liiketoimia ei ole tehty sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäysaikana hyödyntäen sisäpiiritietoa. Kyseessä olisi tällöin sisäpiiritiedon väärinkäyttö eli rikosoikeudellisesti rangaistava teko.<sup>205</sup>

---

<sup>203</sup> FivaL 878/2008, 3 §.

<sup>204</sup> [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Lehdistotiedotteet/Pages/07\\_2018.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Lehdistotiedotteet/Pages/07_2018.aspx). Katsottu 27.9.2018.

<sup>205</sup> Finanssivalvonnan Sisäpiiriivalvonta-sivusto, <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Valvonta/Markkinaivalvonta/Sisapiirivalvonta/Pages/Default.aspx>. Katsottu 13.12.2018.

**4.1 Lähipiiriyhteisön määritelmä**

Lähipiiriin kuuluvalla henkilöllä voidaan tarkoittaa johtohenkilön puolisoa tai muuta kansallisen sääntelyn mukaista vastaavaa kumppania, johtohenkilön huollettavana olevaa lasta tai johtohenkilön sukulaista, joka on asunut samassa taloudessa vähintään vuoden ajan liiketoimen toteuttamisaikana. Tämän tutkielman aiheen kannalta merkittävien lähipiiriin kuuluvan henkilön määritelmä on kuitenkin seuraava lähipiiriyhteisöä koskeva määritelmä:

"Lähipiiriin kuuluvalla henkilöllä tarkoitetaan oikeushenkilöä, trustia tai henkilöyhtiötä, jonka johtotehtäviä hoitaa johtotehtävissä toimiva henkilö tai a, b tai c alakohdassa tarkoitettu henkilö tai joka on tällaisen henkilön välittömässä tai välillisessä määräysvallassa tai joka on perustettu tällaisen henkilön hyväksi tai jonka taloudelliset edut ovat suuressa määrin samat kuin tällaisen henkilön taloudelliset edut."<sup>206</sup>

Artiklan määritelmässä mainitut *"a, b tai c alakohdassa tarkoitettu henkilö"* tarkoittaa muita johtohenkilön lähipiiriläisiä, eli puolisoa, huollettavaa lasta tai samassa taloudessa vähintään vuoden asunutta muuta sukulaista. Johtohenkilön lähipiiriin kuuluvat myös näiden lähipiiriläisten määräysvaltayhteisöt, heidän hyväkseen perustetut yhteisöt, sekä yhteisöt, joissa lähipiiriin kuuluvat luonnolliset henkilöt ovat johtotehtävissä tai joiden taloudellinen etu vastaa heidän taloudellista etuaan.<sup>207</sup> Johtohenkilön henkilökohtaisten lähipiiriyhteisöjensä lisäksi hänen lähipiiriyhteisökseen voi näin ollen tulla perhesuhteen kautta myös muita yhteisöjä, joissa johtohenkilö itse ei varsinaisesti toimi missään roolissa.

**4.1.1 Oikeushenkilöt**

Lähipiiriin kuuluva voi määritelmän mukaisesti olla perheenjäsenten tai sukulaisten lisäksi oikeushenkilö, eli jokin yhtiö, säätiö tai muu oikeussubjekti, jolla on oikeuksia ja velvollisuuksia. Oikeushenkilön puolesta toimivat sen toimielimet, mutta oikeustoimet tehdään oikeushenkilön nimissä, jolloin oikeushenkilö tulee sidotuksi sen puolesta tehtyyn

---

<sup>206</sup> MAR 3 artiklan 26 kohdan d alakohta.

<sup>207</sup> MAR 3 artiklan 26 kohdan d alakohta.

oikeustoimeen. Käytännössä kaikki yhteisöt eli esimerkiksi rekisteröidyt yhtiöt, säätiöt ja yhdistykset ovat oikeushenkilöitä.<sup>208</sup>

MAR ei rajaa tai tarkenna yhteisön määritelmiä, vaan kaikenlaiset yhteisöt katsotaan johtohenkilön lähipiiriyhteisöiksi, jos ne muutoin täyttävät lähipiiriyhteisölle asetetut kriteerit. Näin ollen MAR:n alaisiin lähipiiriyhteisöihin voivat lukeutua myös asunto-osakeyhtiöt, kiinteistöosakeyhtiöt sekä aatteelliset tai taloudelliset yhtiöt, jos lähipiiriyhteisöä koskevat kriteerit täyttyvät niiden kohdalla.<sup>209</sup> Myös kuolinpesät voidaan rinnastaa yhteisöön ja ne voivat olla johtohenkilön lähipiiriyhteisöjä, jos johtohenkilö tai hänen lähipiiriinsä kuuluva luonnollinen henkilö on kuolinpesän ainoa osakas tai jos johtohenkilö tai hänen lähipiiriinsä kuuluva luonnollinen henkilö osallistuu tai vaikuttaa kuolinpesän päätöksentekoon liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineillä tehtävistä liiketoimista.<sup>210</sup>

Lähipiiriyhteisö voi olla myös trusti tai henkilöyhtiö. Henkilöyhtiöt, joita Suomen oikeusjärjestelmässä ovat avoimet yhtiöt ja kommandiittiyhtiöt, poikkeavat oikeudelliselta rakenteeltaan muista yhtiömuodoista. Henkilöyhtiöiden kohdalla yhtiömiehet vastaavat henkilökohtaisesti myös yhtiön velvollisuuksista, toisin kuin esimerkiksi osakeyhtiössä, jossa osakkaiden henkilökohtainen vastuu on hyvin rajallista. Henkilöyhtiöitä koskevat MAR:n mukaisina lähipiiriläisinä samat velvoitteet kuin muitakin oikeushenkilöitä.<sup>211</sup>

Trusti on angloamerikkalaisessa common law - oikeusjärjestelmässä esiintyvä yhteisomistuksen muoto. Siinä asettaja perustaa trustin siirtääkseen trustin alaisen omaisuuden niin sanotulle trusteeelle. Trustee pitää omaisuutta hallussaan järjestelyn kolmannen osapuolen, edunsaajatahon, hyväksi. Trustin kaltaista järjestelyä tai siihen verrattavissa olevaa instituutiota ei löydy suomalaisesta oikeusjärjestelmästä<sup>212</sup>, minkä vuoksi trustia ei käsitellä tässä tutkielmassa muutoin kuin toteamalla, että MAR:n lähipiiriyhteisöä koskeva sääntely koskee myös trusteja muiden oikeushenkilöiden lailla, mikäli johtohenkilön lähipiiristä löytyisi trusti. Trusteja ja niiden asemaa on käsitelty

---

<sup>208</sup> Bärlund - Nybergh - Petrell, 2013, s. 33.

<sup>209</sup> Fivan MAR Q&A, 4.4, s. 7.

<sup>210</sup> Fivan MAR Q&A 4.6, s. 8.

<sup>211</sup> Villa, 2018, s. 48.

<sup>212</sup> Mikkola, 2017, s. 193 - 195.

Suomen oikeusjärjestelmässä pääasiassa oikeuskäytännön kautta verotukseen liittyvissä asioissa.<sup>213</sup>

#### **4.1.2 Määräysvaltayhteisöt ja vaikutusvaltayhteisöt**

Lähipiiriyhteisö voi olla johtohenkilön tai hänen lähipiiriinsä kuuluvan henkilön määräysvallassa oleva yhteisö tai vaikutusvaltayhteisö.<sup>214</sup> Johtohenkilön tai hänen lähipiiriläisensä välillisessä tai välittömässä määräysvallassa olevalla yhteisöllä tarkoitetaan yhteisöä, jossa henkilöllä on enemmän kuin puolet yhteisön kaikista osakkeista tai vastaavien osuuksien tuottamasta äänimäärästä. Äänienemmistön tulee perustua yhteisön omistukseen, jäsenyyteen, yhtiöjärjestykseen, yhtiösopimukseen tai muuhun vastaavaan sääntöön tai sopimukseen.<sup>215</sup>

Määräysvalta yhteisöön syntyy myös, jos henkilöllä on oikeus nimittää tai erottaa enemmistö yhteisön hallituksen tai muun siihen verrattavissa olevan toimielimen jäsenistä. Myös nimittämis- ja erottamisoikeuden tulee perustua samoihin seikkoihin kuin edellä selostetun äänienemmistön, eli omistukseen, jäsenyyteen, yhtiöjärjestykseen, yhtiösopimukseen tai muuhun vastaavaan sääntöön tai sopimukseen.<sup>216</sup> Määräysvalta kohdistuu yhtäläillä sekä suomalaisiin että ulkomaisiin yhteisöihin, mikäli määräysvallan haltijaan sovelletaan Suomen lakia. Yhteisön virallisella kotipaikalla ei siis ole merkitystä määräysvallan määrittämisessä.<sup>217</sup>

Määräysvalta yhteisöön voi olla vain yhdellä henkilöllä kerrallaan, sillä vain yhdellä taholla kerrallaan voi olla hallussaan enemmän kuin puolet yhteisön osakkeista tai äänimäärästä. Näin ollen esimerkiksi aviopuolisoiden yhdessä puoliksi omistama yhtiö ei ole kummankaan puolison määräysvaltayhteisö, sillä tällaisessa tapauksessa kummankaan puolison omistusosuus ei ylitä puolta (50 %) omistetun yhtiön osakkeista tai äänistä.<sup>218</sup>

Edellä mainitut vaihtoehdot ovat käsitelleet välitöntä määräysvaltaa, jossa luonnollisella henkilöllä on suora, henkilökohtainen määräysvalta yhteisöön. MAR:n artiklassa mainitaan

---

<sup>213</sup> KHO 2013:51.

<sup>214</sup> MAR 3 artiklan kohdan 26 alakohta d.

<sup>215</sup> AML 2:4 §.

<sup>216</sup> AML 2:4 §; Knuts teoksessa Yritysoikeus, 2014, s. 793 - 794.

<sup>217</sup> Häyrynen - Kajala, 2013, s. 74.

<sup>218</sup> Fivan MAR Q&A, kohta 4.2., s. 4-5.



kuitenkin osana lähipiiriyhteisön määritelmää myös johtohenkilön tai tämän lähipiiriläisen välillinen määräysvalta yhteisössä. Yhteisön katsotaan olevan johtohenkilön tai tämän lähipiiriläisen välillisessä määräysvallassa, jos henkilöllä yhdessä hänen määräysvallassaan olevien yhteisöjen kanssa on määräysvalta yhteisöön tai jos edellä mainituilla määräysvaltayhteisöillä on keskenään määräysvalta kyseessä olevaan yhteisöön. Välillistä määräysvaltaa voi olla myös se, että toinen yhteisö johtaa määräysvaltayhteisöä tai käyttää tosiasiallisesti valtaa määräysvaltayhteisössä jollain muulla tavalla. Välilliset määräysvaltasuhteet ovat yleisiä etenkin erilaisissa konsernirakenteissa.<sup>219</sup>

Vaikutusvaltayhteisöllä tarkoitetaan yleensä yhteisöjä, joiden osakkeiden tuottamasta äänimäärästä, osakkeiden kokonaismäärästä tai muusta vastaavasta osuudesta johtohenkilö tai hänen lähipiiriinsä kuuluva luonnollinen henkilö yksin tai yhdessä omistavat suoraan tai välillisesti vähintään kymmenen prosenttia ja jossa henkilöllä on huomattava vaikutusvalta.<sup>220</sup>

Vaikutusvaltayhteisöillä tarkoitetaan tässä tutkielmassa kuitenkin ensisijaisesti sellaisia yhteisöjä, joissa johtohenkilöllä tai hänen lähipiiriinsä kuuluvalla luonnollisella henkilöllä on vaikutusvaltaa johtoasemansa kautta ilman taloudellista omistussuhdetta. Esimerkiksi johtohenkilön tai hänen lähipiiriläisensä asema yhteisön hallituksen tai hallintoneuvoston jäsenenä luo vaikutusvaltayhteisön aseman yhteisölle.

Vaikutusvaltayhteisöjä voivat olla mitkä tahansa yhteisömuodot, kuten esimerkiksi yritykset, säätiöt ja yhdistykset. Aiemmasta AML:n tulkinnasta poiketen myös asunto-osakeyhtiöt, kiinteistöosakeyhtiöt sekä aatteelliset ja taloudelliset yhteisöt voivat olla johtohenkilön vaikutusvaltayhteisöitä.<sup>221</sup> MAR ei erottele määräysvaltayhteisöjä ja vaikutusvaltayhteisöjä toisistaan, vaan niihin liittyvät velvoitteet ovat johtohenkilölle samanlaiset. Tämä pätee myös lähipiiriyhteisön toiminnan luonteeseen, minkä vuoksi edellä kuvatulla tavalla myös asunto-osakeyhtiöt ja aatteelliset yhdistykset voivat olla MAR:n mukaisia lähipiiriyhteisöjä.<sup>222</sup>

---

<sup>219</sup> Häyrynen - Kajala, 2013, s. 75; AML 2:4.4 §; OYL 8:12.2 §.

<sup>220</sup> Knuts teoksessa Yritysoikeus, 2014, s. 835-837.

<sup>221</sup> Fivan MAR Q&A, s. 6 - 7.

<sup>222</sup> Fivan MAR Q&A, s. 7 - 8.

#### **4.1.3 Taloudelliset edut**

Yhteisö voi tulla johtohenkilön lähipiiriyhteisöksi myös sillä perusteella, että se on perustettu johtohenkilön tai hänen lähipiiriinsä kuuluvan luonnollisen henkilön hyväksi tai jos yhteisön ja johtohenkilön tai johtohenkilön lähipiiriin kuuluvan luonnollisen henkilön taloudelliset edut ovat suuressa määrin samat. Myöskään tässä yhteisön juridisella muodolla tai toiminnan laadulla tai luonteella ei ole merkitystä, vaan pelkkä asema yhteisönä riittää, jos lähipiiriyhteisön muut edellytykset johtohenkilön taloudellisista eduista täyttyvät.<sup>223</sup>

#### **4.2 Johtotehtävissä toimiminen**

MAR:n 3 artiklan 26 kohdan d-alakohta sisältää määritelmän, jonka mukaan lähipiiriyhteisöjä ovat ne oikeushenkilöt, trustit ja henkilöyhtiöt, joissa liikkeeseenlaskijan johtohenkilö tai tämän lähipiiriin kuuluva muu henkilö toimii johtotehtävissä.<sup>224</sup> Yhteisö voi siis päätyä johtohenkilönlähipiiriin usealla eri perusteella, mutta kaikkien perusteiden taustana on liikkeeseenlaskijan johtotehtävissä toimiva henkilö. Johtotehtävissä toimiva henkilö on MAR:n määritelmän mukaan:

"Henkilö, joka on liikkeeseenlaskijassa, päästöoikeuksien markkinoilla toimivassa markkinaosapuolella tai järjestettyihin päästöoikeushuutokauppoihin tai muuhun 19 artiklan 10 kohdassa tarkoitetuissa yhteisöissä jäsen kyseisen yhteisön hallinto-, johto- tai valvontaelimessä tai ylemmän tason johtaja, joka ei ole jäsen edellä tarkoitetuissa elimissä, jolla on säännöllinen pääsy kyseistä yhteisöä suoraan tai välillisesti koskevaan sisäpiiritietoon, ja jolla on valtuudet tehdä johdolle kuuluvia päätöksiä, jotka vaikuttavat kyseisen yhteisön tulevaan kehitykseen ja liiketoimintanäkymiin."<sup>225</sup>

Johtotehtävissä toimiminen koostuu useasta eri kriteeristä, joiden on täyttyttävä, jotta henkilön voidaan katsoa toimivan liikkeeseenlaskijan tai muun yhteisön johtotehtävissä MAR:ssa tarkoitettulla tavalla. Johtotehtävissä toimivan henkilön on toimittava johtotehtävissä liikkeeseenlaskijassa tai muissa artiklassa mainituissa yhteisöissä. Lisäksi hänen on oltava

---

<sup>223</sup> MAR 3 artiklan kohdan 26 alakohta d.

<sup>224</sup> MAR 3 artiklan kohdan 26 alakohta d.

<sup>225</sup> MAR 3 artiklan 25 kohta.

jäsen yhteisön hallinto-, johto- tai valvontaelimessä, tai muussa vastaavassa johtotehtävässä.<sup>226</sup>

Käytännössä on katsottu, että osakeyhtiön hallituksen jäsenet, hallintoneuvoston jäsenet ja toimitusjohtaja ja heidän varajäsenensä sekä muiden yhteisömuotojen vastaavissa toimielimissä toimivat henkilöt ovat johtotehtävissä toimivia henkilöitä. Mikäli henkilö ei ole edellä mainittujen toimielinten jäsen, hän voi silti olla johtotehtävissä toimiva henkilö, mikäli yhteisö on itse määritellyt hänet johtotehtävissä toimivaksi henkilöksi. Tällaisia henkilöitä ovat muut ylemmän tason johtajat, kuten esimerkiksi talousjohtajat tai liiketoiminta-alueiden johtajat, joilla on säännöllinen pääsy sisäpiiritietoon ja valtuudet tehdä johdolle kuuluvia kehitykseen ja liiketoimintanäkymiin vaikuttavia päätöksiä.<sup>227</sup>

Myös muut johtajat voivat olla johtotehtävissä toimivia henkilöitä, jos yhteisö on itse näin määritellyt esimerkiksi organisaatiomuotonsa vuoksi. Esimerkiksi yhtiön johtoryhmään kuuluminen ei kuitenkaan automaattisesti tarkoita sitä, että henkilön katsottaisiin toimivan johtotehtävissä, vaan henkilöllä tulee olla artiklassa edellytetty pääsy sisäpiiritietoon ja valtuudet tehdä yhteisöä koskevia päätöksiä, vaan liikkeeseenlaskijan on itse määriteltävä, hoitaako henkilö johtotehtäviä MAR:n tarkoittamalla tavalla.<sup>228</sup> Johtoryhmään kuuluminen poikkeaa siis esimerkiksi hallituksen jäsenyydestä, jossa henkilön oletetaan olevan MAR:n mukainen johtotehtäviä hoitava henkilö.

Keskeinen johtotehtävissä toimimisen kriteeri on ESMA:n määrittelemä. Henkilö toimii johtotehtävissä, jos hän vaikuttaa tai osallistuu yhteisön sijoituspäätöksiin.<sup>229</sup> Sijoituspäätöksiin vaikuttamista ja osallistumista käsitellään tarkemmin luvussa 5.

#### **4.3 Johtohenkilöiden ilmoitusvelvollisuus liiketoimista**

Johtotehtävissä toimiviin henkilöihin liittyy kiinteästi ilmoitusvelvollisuus tehdyistä liiketoimista. Liikkeeseenlaskijan johtotehtävissä toimivien henkilöiden ja heidän lähipiirinsä on ilmoitettava liikkeeseenlaskijalle kaikista heidän omaan lukuunsa tehdyistä kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeisiin tai vieraan pääoman ehtoihin välineisiin tai niihin liittyviin johdannaisiin tai muihin rahoitusvälineisiin liittyvistä liiketoimista viipymättä,

---

<sup>226</sup> MAR 3 artiklan kohdan 26 alakohta d.

<sup>227</sup> Fivan MAR Q&A, s. 3.

<sup>228</sup> Fivan MAR Q&A, s. 3 - 4.

<sup>229</sup> MAR Q&A, A 7.7, s.19.

viimeistään kolme työpäivää liiketoimen toteuttamisen jälkeen. Ilmoitus on tehtävä siitä lähtien, kun kalenterivuoden aikana tehtyjen liiketoimien kokonaisarvo saavuttaa vähintään 5000 euron arvon. Ilmoitus tulee tehdä myös toimivaltaiselle viranomaiselle<sup>230</sup>, joka Suomessa on Fiva.<sup>231</sup>

Ilmoitusvelvollisuutta voidaan kuvata seuraavilla esimerkeillä, joissa henkilö A on liikkeeseenlaskija Y:n toimitusjohtaja. A toimii johtotehtävissä liikkeeseenlaskija Y:ssä. A:n lähipiiriin kuuluvat hänen vaimonsa B sekä säätiö X, jonka hallituksen jäsen A on. Säätiö X tekee säännöllisesti sijoituksia erilaisiin rahoitusvälineisiin ja A hallituksen jäsenenä osallistuu sijoituspäätösten tekoon.

1. A ja hänen vaimonsa B päättävät kumpikin hankkia Y:n osakkeita. Tehtyään kaupat Y:n osakkeista A ja B kumpikin ilmoittavat erikseen tekemästään osakehankinnasta Y:lle sekä Fivalle. Liikkeeseenlaskija Y julkaisee A:n ja B:n tekemiä osakekauppoja koskevat pörssitiedotteet.
2. Toimitusjohtaja A saa isovanhempiensa perintönä liikkeeseenlaskija Y:n rahoitusvälineitä. A ilmoittaa saadusta perinnöstä liikkeeseenlaskija Y:lle sekä Fivalle. Y julkaisee saatua perintöä koskevan pörssitiedotteen.
3. Säätiö X, jonka hallituksen jäsen A on, päättää myydä liikkeeseenlaskija Y:n osakkeita. A on hallituksen kokouksessa läsnä päättämässä osakkeiden myynnistä. Myytyään osakkeet säätiö X ilmoittaa osakkeiden myynnistä liikkeeseenlaskija Y:lle sekä Fivalle. Liikkeeseenlaskija Y julkaisee X:n osakemyyntiä koskevan pörssitiedotteen, sillä X kuuluu toimitusjohtaja A:n lähipiiriin.

Ilmoitusvelvollisuus koskee lähes kaikkia rahoitusvälineitä ja soveltamisala on laaja. Lisäksi myös transaktiotyyppejä, joita ilmoitusvelvollisuus koskee, on useita ja ne kattavat hyvin laajasti erilaiset transaktiotyypit.<sup>232</sup> Johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä kannalta

---

<sup>230</sup> MAR 19 artiklan 1 ja 8 kohdat.

<sup>231</sup> AML 1:6 §.

<sup>232</sup> EU 2016/522, 10 artikla. Johtohenkilön ja hänen lähipiirinsä on ilmoitettava muun muassa hankinnoista, luovutuksista, lyhyeksimyynistä, merkinnästä, vaihdosta, osakeoption hyväksymisestä tai toteuttamisesta

merkittävää on, että ilmoitukset on tehtävä kaikista heidän lukuunsa tehdyistä liiketoimista. Johtohenkilö tai lähipiiriläinen ei siis voi jättää ilmoitusta tekemättä, vaikka liiketoimen tekisi joku muu hänen puolestaan, jos liiketoimi on tehty johtohenkilön tai hänen lähipiiriläisensä lukuun. Esimerkiksi erilaiset sijoitussalkkujen salkunhoitajien tekemät liiketoimet kuuluvat ilmoitusvelvollisuuden piiriin. Huomionarvoista on myös, että ilmoitettavalta liiketoimelta ei edellytetä vastikkeellisuutta, vaan myös esimerkiksi lahjat ja perinnöt tulevat ilmoitusvelvollisuuden kohteeksi, jos niihin liittyy liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineiden saaminen tai luovuttaminen.<sup>233</sup>

Poikkeuksen edellä selostettuun laaja-alaisesti erilaisia rahoitusvälineitä koskevaan ilmoitusvelvollisuuteen muodostavat niin sanotut korituotteet. Ilmoitusvelvollisuus tehdyistä liiketoimista ei koske korituotteita tai rahasto-osuuksia, jos liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineen painoarvo korituotteessa tai rahastossa on enintään 20 %.<sup>234</sup>

Yleisesti poikkeuksen on katsottu johtuvan siitä, että rahasto-osuuksien ja korituotteiden sijoituspäätöksistä ja hallinnoinnista vastaa erillinen rahastoyhtiö, eikä rahasto-osuuden tai korituotteen omistajalla ole minkäänlaista päätösvaltaa tehtyihin sijoituspäätöksiin. Liiketoimia ei siis tehdä suoraan johtohenkilön tai hänen lähipiiriläisensä toimeksiannosta, eikä rahasto-osuuden tai korituotteen omistaja yleensä vaikuta tai osallistu millään tavalla tehtyihin sijoituspäätöksiin.<sup>235</sup>

---

sekä osakeoption toteuttamisesta saatujen osakkeiden luovutuksesta, osakkeenvaihtosopimuksen ja liikkeeseenlaskijan rahoitusvälinettä koskevan huutokauppasopimuksen tekemisestä tai toteuttamisesta, johdannaisilla tehtävistä liiketoimista, hinnanerosopimuksista, oikeuksien ja warranttien hankinnoista, luovutuksesta ja käytöstä, pääoman korotukseen liittyvästä merkinnästä, vieraan pääoman ehtoiseen rahoitusvälineeseen liittyvästä merkinnästä tai rahoitusvälineeseen liittyvillä johdannaisilla (ml. luottoriskinvaihtosopimukset) tehdyistä liiketoimista, ehdollisista liiketoimista ja niiden toteuttamisesta, rahoitusvälineen muuntamisesta toiseksi rahoitusvälineeksi (ml. vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi), saaduista ja annetuista lahjoista ja lahjoituksista sekä saaduista perinnöistä, indeksiin sidotuilla tuotteilla, koreilla ja johdannaisilla tehdyistä liiketoimista, liiketoimista sijoitusrahastojen osakkeilla tai osuuksilla sekä vaihtoehtoisen sijoitusrahaston hoitajan toteuttamista liiketoimista erillisten vaatimusten mukaan, kolmannen osapuolen henkilökohtaisen toimeksiannon mukaisesti johtohenkilön tai tämän lähipiiriläisen puolesta tai hyväksi toteuttamista salkun- tai omaisuudenhoitoon liittyvistä liiketoimista sekä liikkeeseenlaskijan osakkeiden tai vieraan pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien johdannaisten tai muiden rahoitusvälineiden lainaksi antamisesta tai ottamisesta.

<sup>233</sup> EU 2016/522, 10 artikla.

<sup>234</sup> Fivan webinaari 3.10.2017, s. 1. Katsottu 2.10.2018.

<sup>235</sup> Puttonen - Repo, 2014, s. 30 ja 36 - 38.

Seuraavaksi tarkastellaan, miten ESMA:n määrittelemää sijoituspäätöksiin vaikuttamista ja osallistumista<sup>236</sup> voitaisiin tulkita silloin, kun ne kohdistuvat johtohenkilöiden vaikutusvaltaisyhteisöihin. Muita lähipiiriaseman kriteerien täyttymisen aiheuttavia tilanteita (esimerkiksi määräysvaltaisyhteisöt) on käsitelty aiemmin tässä tutkielmassa, eikä niihin liity vaikutusvaltaisyhteisöiden kaltaisia epäselvyyksiä. Näin ollen tämä kappale keskittyy pääsääntöisesti vaikutusvaltaisyhteisöiden lähipiiriaseman syntymiseen.

### 5.1 Sijoituspäätöksiin vaikuttaminen ja osallistuminen

Johtohenkilön lähipiiriin kuuluva lähipiiriyhteisö on määritelty MAR:issa oikeushenkilönä, trustina tai henkilöyhtiönä, jonka johtotehtäviä hoitaa liikkeeseenlaskijassa johtotehtävissä toimiva henkilö tai hänen lähipiiriinsä kuuluva luonnollinen henkilö.<sup>237</sup> EU-jäsenvaltioiden toimivaltaisille viranomaisille oli kuitenkin pitkään epäselvää, milloin henkilö toimii sellaisissa johtotehtävissä, joiden myötä yhteisölle syntyy lähipiiriyhteisön asema ja MAR 19 artiklan mukainen ilmoitusvelvollisuus tehdyistä liiketoimista.<sup>238</sup> ESMA selvensi tulkintaa kesällä 2017 julkaistessaan tulkintaohjeen, jossa määriteltiin tarkemmin, mitä johtotehtävissä toimiminen tarkoittaa.

ESMA:n kannanoton mukaan liikkeeseenlaskijan johtohenkilö tai hänen lähipiiriinsä kuuluva luonnollinen toimii johtotehtävissä toisessa yhteisössä, jos hän tosiasiallisesti osallistuu tai vaikuttaa lähipiiriyhteisön tekemiin sijoituspäätöksiin, jotka koskevat liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineitä. Näin ollen esimerkiksi pelkkä muodollinen asema, kuten esimerkiksi hallituksen jäsenyys toisessa yhteisössä, ei riitä MAR:n mukaisen lähipiiriyhteisön aseman syntymiseen, jos henkilö ei osallistu tai vaikuta edellisessä luvussa 4.3 käsitelty ilmoitusvelvollisuus liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineillä tehdyistä

---

<sup>236</sup> MAR Q&A, A 7.7, s.19.

<sup>237</sup> MAR 3 artiklan 26 alakohdan d alakohta. Lähipiiriin kuuluvalla henkilöllä tarkoitetaan oikeushenkilöä, trustia tai henkilöyhtiötä, jonka johtotehtäviä hoitaa johtotehtävissä toimiva henkilö tai a, b tai c alakohdassa tarkoitettu henkilö tai joka on tällaisen henkilön välittömässä tai välillisessä määräysvallassa tai joka on perustettu tällaisen henkilön hyväksi tai jonka taloudelliset edut ovat suuressa määrin samat kuin tällaisen henkilön taloudelliset edut.

<sup>238</sup> Markkinatiedote 2/2016, s. 4; MAR 19 artiklan 1 kohta. Johtotehtävissä toimivien henkilöiden sekä heidän lähipiiriinsä kuuluvien henkilöiden on ilmoitettava liikkeeseenlaskijalle tai päästöoikeuksien markkinoilla toimivalle markkinaosapuolelle ja 2 kohdan toisessa alakohdassa tarkoitettulle toimivaltaiselle viranomaiselle a) liikkeeseenlaskijoiden osalta kaikki heidän omaan lukuunsa tehdyt kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeisiin tai vieraan pääoman ehtoihin välineisiin tai niihin liittyviin johdannaisiin tai muihin rahoitusvälineisiin liittyvät liiketoimet.

liiketoimista ei koske yhteisöä.<sup>239</sup> ESMA:n kannanoton mukaista tulkintaa on sovellettu Suomessa 1.11.2017 alkaen. Fivan siihen asti soveltaman väliaikaisen tulkinnan soveltaminen päättyi tuolloin eikä johtohenkilöiltä enää edellytetty aiemman tulkinnan mukaista 10 % omistusosuutta vaikutusvaltayhteisöstä lähipiiriyhteisön aseman syntymisen edellytyksenä.<sup>240</sup>

Sijoituspäätöksiin vaikuttamiseen ja osallistumiseen liittyvä sääntely kuvaa osuvasti sitä, kuinka tarkasti ja yksityiskohtaisesti lähipiiriyhteisöitä säännellään. Relevantti kysymys on, milloin liikkeeseenlaskijan johtohenkilön toiminnan katsotaan olevan sellaista, että hän osallistuu tai vaikuttaa lähipiiriyhteisönsä sijoituspäätöksiin, jotka koskevat liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineitä. Selvää on, että pelkkä muodollinen asema esimerkiksi hallituksen jäsenenä ei luo lähipiiriyhteisön asemaa yhteisölle. Tämä ei kuitenkaan poista epäselvyyttä ja kysymyksiä siitä, milloin muodollisen aseman lisäksi tapahtuu sellaista sijoituspäätöksiin vaikuttamista ja/tai osallistumista, että johtohenkilön vaikutusvaltayhteisölle syntyy lähipiiriyhteisön asema. Voidaan myös pohtia, miten sääntelyä tulisi tulkita, jotta se olisi arvopaperimarkkinoiden ja liikkeeseenlaskijoiden tehokkaan toiminnan turvaamisen kannalta järkevää. Ongelman ratkaisemiseksi on esitetty useita erilaisia tulkintavaihtoehtoja. Seuraavaksi käydään läpi esitettyjä tulkintamalleja.

## **5.2 Laaja tulkintamalli**

Vaikutusvaltayhteisöiden lähipiiriaseman määrittämisessä voidaan muotoilla erilaisia tulkintamalleja. Laajan tulkintamallin mukaan mikä tahansa muodollinen yhteys johtohenkilön ja lähipiiriyhteisön välillä olisi riittävä tekijä luomaan lähipiiriyhteisön aseman. Tällöin johtohenkilön ja lähipiiriyhteisön välillä ei edellytettäisi mitään taloudellista yhteyttä tai todellista valtaa lähipiiriyhteisön asioihin, vaan pelkkä muodollinen asema perustaisi lähipiiriyhteisön aseman. Johtohenkilön oletettaisiin näin ollen automaattisesti osallistuvan tai vaikuttavan liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineitä koskevien sijoituspäätösten tekoon lähipiiriyhteisössä muodollisen johtoasemansa vuoksi. Vaikka laajan tulkintamallin mukaisessa tulkinnassa lähipiiriyhteisön asema syntyy

---

<sup>239</sup> MAR Q&A, A7.7, s. 19.

<sup>240</sup> Fivan Markkinat-tiedote 2/2017, s. 1. Fiva edellytti tiedotteessaan, että liikkeeseenlaskijat suorittavat tarvittavat toimenpiteet uuden tulkinnan noudattamiseksi 31.10.2017 mennessä. Käytännön soveltamista on näin ollen edellytetty 1.11.2017 lähtien. Fivan nyttemmin kumottu, väliaikainen tulkinta edellytti johtohenkilöltä muodollisen johtoaseman lisäksi vähintään 10 % omistusosuutta lähipiiriyhteisöstä, jotta yhteisölle syntyi lähipiiriyhteisön asema.

käytännössä johtohenkilön kaksoisroolin vuoksi, sitä ei tule sekoittaa ESMA:n erikseen mainitsemaan johtohenkilön kaksoisrooliin. Kaksoisrooli kahden eri yhteisön johdossa ei ESMA:n mukaan aiheuta sellaisenaan lähipiiriyhteisön asemaa eikä pelkkä muodollinen johtopositio ole syy lähipiiriyhteisön aseman syntymiselle. Sen sijaan laajan tulkintamallin mukaan johtoasema syntyy kahden eri johtoposition niin sanottuna sivutuotteena, sillä johtohenkilön oletetaan laajassa tulkintamallissa automaattisesti vaikuttavan tai osallistuvan sijoituspäätösten tekoon lähipiiriyhteisössään.<sup>241</sup> ESMA taas tarkoittaa sitä, että esimerkiksi pelkästään muodollinen hallituksen jäsenyys kahdessa eri yhteisössä ei automaattisesti perusta oletusta sijoituspäätöksiin vaikuttamisesta tai osallistumisesta.<sup>242</sup>

Esimerkkinä laajasta tulkinnasta seuraava tapaus:

A on liikkeeseenlaskija X:n hallituksen jäsen. Tämän lisäksi hän toimii hallituksen jäsenenä säätiössä Y. Y rahoittaa toimintansa pääasiallisesti sijoitustoiminnasta saaduilla tuotoilla. Jos Y päättää sijoittaa X:n osakkeisiin (tai muihin rahoitusvälineisiin), Y:n on ilmoitettava liiketoimesta Finanssivalvonnalle sekä X:lle riippumatta siitä, onko A tosiasiallisesti osallistunut tai vaikuttanut päätöksentekoon millään lailla.

Laajan tulkintamallin myötä lähipiiriyhteisöiden määrä kasvaisi luultavasti huomattavan suureksi. Laajan tulkintamallin käyttö aiheuttaisi käytännössä kaikille lähipiiriyhteisöille ilmoitusvelvollisuuden tehdyistä liiketoimista ainoastaan sen perusteella, että liikkeeseenlaskijan johtohenkilö toimii johtotehtävissä myös lähipiiriyhteisössä.

### **5.3 Suppea tulkintamalli**

Suppean tulkintamallin mukaan pelkästään johtohenkilön muodollinen asema yhteisössä ei ole riittävä peruste lähipiiriyhteisön aseman synnyttämiseksi, vaan muodollisen aseman lisäksi johtohenkilöltä edellytetään taloudellista intressiä tai yhteyttä lähipiiriyhteisöön. Yhteisölle ei synny lähipiiriyhteisön asemaa pelkän muodollisen aseman vuoksi. Yhteys lähipiiriyhteisöön syntyisi suppeassa tulkintamallissa joko johtohenkilön taloudellisen intressin tai liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineitä koskevan sijoituspäätöksen tekoon

---

<sup>241</sup> Knuts, 2016, s. 498; European Issuers, 2017, s. 2.

<sup>242</sup> MAR Q&A, A 7.7, s. 19.



vaikuttamisen tai osallistumisen kautta.<sup>243</sup> Esimerkkinä suppeasta tulkinnasta seuraava tapaus:

A on liikkeeseenlaskija Y:n toimitusjohtaja. Tämän lisäksi hän toimii hallituksen jäsenenä vakuutusyhtiössä X, joka muun liiketoimintansa ohella omistaa mittavan sijoitussalkun ja tekee sijoituksia erilaisiin kohteisiin. Jos X päättää sijoittaa Y:n rahoitusvälineisiin ja A osallistuu tai vaikuttaa asiaan liittyvään päätöksentekoon, X on A:n lähipiiriyhteisö ja ilmoitusvelvollinen liiketoimesta. X tekee ilmoituksen tehdystä liiketoimesta liikkeeseenlaskija Y:lle ja Fivalle. Jos A ei millään tapaa osallistu tai vaikuta Y:n rahoitusvälineisiin liittyvän sijoituspäätöksen tekoon yhtiö X:ssä, X ei ole A:n lähipiiriyhteisö MAR:issa tarkoitettulla tavalla. X ei tällöin ole velvollinen julkistamaan Y:n rahoitusvälineillä tehtyä liiketoimea.<sup>244</sup>

Suppeaa tulkintamallia tiukempiakin kantoja on esitetty. Niissä ehdotettiin esimerkiksi, että lähipiiriyhteisön asema edellyttäisi sitä, että alle 50 % yhteisöstä omistavalla johtohenkilöllä on valta nimittää suurin osa yhteisön hallituksen jäsenistä tai että johtohenkilöllä on henkilökohtainen päätösvalta yhteisön tulevaisuutta, kehitystä ja liiketoimintaa koskevien päätösten suhteen.<sup>245</sup> Käytännössä esitetyt suppeaa tulkintamallia ankarammat kannat olivat hyvin lähellä suomalaisen oikeusjärjestelmän määräysvaltayhteisön piirteitä<sup>246</sup>, vaikka omistusosuus jäikin ehdotuksissa määräysvaltayhteisön omistus- ja ääniosuutta pienemmäksi.

ESMA:n kannanoton myötä vaikutusvaltayhteisöiden asema määriteltiin kuitenkin löyhemmin, eikä siihen kytketty taloudellista omistusta kriteeriksi kuten edellä esitetyssä vaihtoehtoisessa tulkintaehdotuksessa. Kannanotto selvensi eurooppalaisten

---

<sup>243</sup> Knuts, 2016, s. 499; European Issuers, 2017, s. 2.

<sup>244</sup> Huomionarvoista esimerkissä on, että velvollisuus julkistaa tai olla julkistamatta liiketoimea koskee vain MAR:n mukaisia tilanteita. X on edelleen velvollinen julkistamaan tehdyn liiketoimen muualla sääntelyssä esiintyvän velvoitteen mukaisesti, vaikka yhteisö ei MAR:n mukaan olisikaan ilmoitusvelvollinen lähipiiriyhteisö. Lähipiiriyhteisön aseman välttäminen ei näin ollen tarkoita sitä, että yhtiön ei tarvitsisi noudattaa esimerkiksi AML:n 9 luvun mukaisia huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamista koskevia velvoitteita. Niin sanotut liputusilmoitukset ja muut lakisääteiset velvollisuudet koskevat yhteisöitä riippumatta siitä, millainen niiden asema lähipiiriyhteisönä on.

<sup>245</sup> London Law Society and Law Society Company Law Committees' Joint Working Parties on market Abuse, Share Plans and Takeover Codes. Market Abuse Regulation (EU MAR) Q&A, 2016, s. 2 - 3, Q7 ja A7.

<sup>246</sup> AML 2:4 §.

valvontaviranomaisten valvontatyötä, mutta edellä esitettyjen tulkintamallien hyödyistä ja haitoista on edelleen käyty runsaasti keskustelua.

#### **5.4 Johtohenkilön vaikutusvalta ja liiketoimien signaaliarvo**

Lähipiiriyhteisön aseman syntymistä käsiteltäessä esiin nousee sijoituspäätökseen vaikuttamisen osalta kysymys siitä, milloin johtohenkilöllä on riittävän suuri vaikutus toisen henkilön päätökseen tai ajatteluun. Yleisesti on tiedossa, että liikkeeseenlaskijan johtotehtävissä toimivat henkilöt toimivat usein myös muissa luottamustehtävissä, esimerkiksi erilaisten yhteisöiden hallitusten jäseninä. Näin ollen heidän sosiaalinen piirinsä saattaa olla huomattavan suuri ja heillä saattaa huomaamattaan merkittävää vaikutusvaltaa useiden luonnollisten henkilöiden ja oikeushenkilöiden toimintaan. Heidän mielipidettään saatetaan arvostaa huomattavasti enemmän kuin liike-elämässä kokemattomamman tai tuntemattomamman henkilön mielipidettä ja sillä voi olla merkittävä vaikutus päätöksentekoon.<sup>247</sup> Vaikka henkilön arvostus liiketoiminnassa ei ole suoraan juridisesti mitattavissa oleva tekijä, käytännön elämän päätöksenteossa sillä saattaa olla suurtakin merkitystä ja sen vuoksi asia on huomioitava lähipiiriyhteisöitä tarkasteltaessa.

Edellä mainitusta seikasta sekä johtohenkilön johtoasemasta johtuen johtohenkilöiden tekemillä liiketoimilla annetaan usein niin sanottu signaaliarvo markkinoille. Signaaliarvolla tarkoitetaan sitä, että johtohenkilöiden tekemillä liiketoimilla on yleensä joko positiivinen tai negatiivinen vaikutus sen rahoitusvälineen tai rahoitusvälineiden arvoon, joita liiketoimi koskee.<sup>248</sup> Tämä koskee myös muita merkittäviä arvopaperimarkkinoiden toimijoita ja heidän tekemiään liiketoimia, kuten suursijoittajia. On katsottu, että usein myös suursijoittajilla on hallussaan sellaista tietoa, joka vaikuttaa heidän tekemiinsä liiketoimiin, vaikkei kyseessä olisi varsinainen sisäpiiritieto. Tällöin heidän tekemillään liiketoimilla on johtohenkilöiden tekemien liiketoimien signaaliarvoa vastaava signaaliarvo rahoitusvälineiden hintoihin.<sup>249</sup>

Johtohenkilöiden ja suursijoittajien katsotaan hyödyntävän ammattitaitoaan ja julkistavan niin sanottua yksityistä tietoa tekemällä julkisen liiketoimen rahoitusvälineellä.

---

<sup>247</sup> Knuts, 2016, s. 496.

<sup>248</sup> Knuts, 2016, s. 502.

<sup>249</sup> Jaffe, 1974, s. 410.

Johtohenkilön liiketoimi antaa näin muille markkinatoimijoille signaalin rahoitusvälineen arvosta ja sen mahdollisesta hintakehityksestä. On myös katsottu, että liiketoimien signaaliarvo on omalta osaltaan korjaamassa markkinoiden tietoasymmetriaa antamalla markkinoille enemmän tietoa siitä, miten liikkeeseenlaskijan asioista hyvin perillä oleva henkilö katsoo järkeväksi toimia markkinoilla.<sup>250</sup>

Johtohenkilöiden kiinnostus käyttää tietoaan liiketoimiensa tekemisessä johtuu yleensä siitä, että yksityisen tiedon perusteella tehty liiketoimet ovat useimmiten taloudellisesti kannattavia. Lisäksi he pystyvät tunnistamaan paremmin sellaiset tilanteet ja liiketoimet, jotka eivät ole kannattavia ja joita ei kannata tehdä. Näin ollen he pystyvät tietojensa perusteella tekemään liiketoimia, joiden tuotto on usein muihin markkinatoimijoihin verrattuna kannattavampaa ja riskittömämpää. Tämä antaa vahvan signaaliarvon markkinoille ja tukee myös tehokkaiden markkinoiden teoriaa.<sup>251</sup>

Signaaliarvon kannalta on merkittävää, mitkä vaikutusvalta-yhteisöt katsotaan johtohenkilön lähipiiriyhteisöiksi, sillä lähipiiriyhteisöiden tekemien liiketoimien signaaliarvon merkitys markkinoiden toiminnalle, markkinaosapuolten väliselle tasavolulle ja rahoitusvälineiden hinnoille voi olla huomattava. Toisaalta signaaliarvolle ei myöskään tulisi antaa liian suurta merkitystä lähipiiriyhteisöitä tarkasteltaessa, sillä sijoittajat eivät aina käytädy rationaalisesti eikä heidän sijoituskäyttäytymisensä välttämättä heijasta signaaliarvon indikoimaa hintakehitystä. Yleensä signaaliarvo kuitenkin vaikuttaa rahoitusvälineiden hintoihin eikä johtohenkilöiden tekemien liiketoimien signaaliarvoa voida jättää huomioimatta lähipiiriyhteisöitä ja niihin liittyviä liiketoimia tarkasteltaessa.

---

<sup>250</sup> Knuts, 2016, s. 502.

<sup>251</sup> Finnerty, 1976, s. 1141 ja 1148; Fama, 1970, s. 383 - 388.

Lopuksi esitellään johtopäätöksiä siitä, miten vaikutusvaltaisyhteisöiden asemaa lähipiiriyhteisönä tulisi tulkita, mikä edellä esitellyistä tulkintamalleista olisi sääntelyn tavoitteet huomioon ottaen tarkoituksenmukaisin ja miksi kyseistä sääntelyä tarvitaan.

### 6.1 Tulkintamallien vertailua

Vaikutusvaltaisyhteisöiden lähipiiriasemaa koskeva suppea tulkintamalli saa tukea etenkin informaatioekonomiasta, jossa pyritään optimoimaan markkinoille annettavan informaation määrä ja tuottamaan mahdollisimman kustannustehokkaaseen tapaan markkinoille tarvittavaa informaatiota.<sup>252</sup> Informaation, eli tässä tapauksessa johdon lähipiiriyhteisön liiketoimia koskevan tiedon, saattaminen markkinoiden saataville aiheuttaa liikkeeseenlaskijoille ja lähipiiriyhteisöille kustannuksia ja vaatii usein enemmän resursseja kuin mitä yhteisöt muutoin tietojensa julkistamiseen käyttäisivät. Liiallinen julkistettu tieto ja etenkin markkinoiden toiminnan tai rahoitusvälineen hinnanmuodostuksen kannalta epärelevantti tieto voi olla markkinoita harhaanjohtavaa ja antaa vääränlaisen signaalin tehdyn liiketoimen merkityksestä ja sen taustoista.<sup>253</sup>

Toisaalta arvopaperimarkkinat todennäköisesti toimivat paremmin, jos niiden käytössä on paljon tietoa rahoitusvälineistä ja niiden hintoihin mahdollisesti vaikuttavista seikoista. Sen vuoksi huomattavan suppea tulkinta lähipiiriyhteisöistä ei välttämättä myöskään anna täysin oikeanlaista kuvaa arvopaperimarkkinoiden toiminnasta. Arvopaperimarkkinoilla haetaan niin sanottua optimaalista informaation tasapainoa, jossa markkinoiden tiedossa ovat rahoitusvälineiden hintojen ja arvopaperimarkkinoiden toiminnan tehokkuuden kannalta tarpeelliset tiedot. Tällöin arvopaperimarkkinoilla ei ole juurikaan markkinoiden toiminnan ja rahoitusvälineiden hintojen muodostumisen kannalta epärelevanttia tietoa.<sup>254</sup>

Laajan tulkintamallin käyttö edellyttäisi markkinatoimijoilta ja etenkin liikkeeseenlaskijoilta huomattavasti suurempia resursseja johtohenkilöiden lähipiirin ja heidän liiketoimiensa tarkkailuun kuin suppea tulkintamalli. Lisäksi laajan tulkintamallin myötä markkinoille tulisi todennäköisesti myös suuri määrä melko

---

<sup>252</sup> Määttä, 2009, s. 31.

<sup>253</sup> Parkkonen - Knuts, 2014, s. 419.

<sup>254</sup> Määttä, 2009, s. 30 - 35.

epärelevantteja, joissain tapauksissa harhaanjohtavia pörssitiedotteita liiketoimista, joilla ei tosiasiallisesti ole juurikaan vaikutusta rahoitusvälineiden hintoihin tai arvopaperimarkkinoiden toimintaan.

Toisaalta laaja tulkintamalli mahdollistaisi lähes täydellisen informaationsymmetrian eri markkinaosapuolten välillä siten, että kaikki mahdollisesti rahoitusvälineiden hintoihin vaikuttavat liiketoimet julkaistaan. Tätä suppea tulkintamalli ei saisi aikaan. Valtavan tietomäärän hyöty arvopaperimarkkinoille ja niiden tehokkaalle toiminnalle lienee kuitenkin melko rajallinen, koska iso osa laajan tulkintamallin mukaan julkaistavasta tiedosta ei todennäköisesti vaikuta rahoitusvälineiden hintoihin.

## **6.2 Signaaliarvon merkitys**

Johtohenkilöiden tekemillä liiketoimilla on luvussa 5 kuvaillusti signaaliarvo markkinoiden toimintaan ja rahoitusvälineiden hintoihin. Toisin sanoen johtohenkilön tekemä ja julkistama liiketoimi antaa signaalin muille markkinatoimijoille, jolloin rahoitusvälineen hinta todennäköisesti nousee tai laskee liiketoimen antaman signaalin mukaisesti.<sup>255</sup>

Signaaliarvon merkitys madaltuu, jos johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimia ilmoitettaisiin laajan tulkintamallin mukaisilla perusteilla ja ilmoituksia tehtäisiin huomattavan paljon suhteessa arvopaperimarkkinoiden kokoon ja niiden päivittäiseen transaktiovolyymiin. Tämä heikentäisi johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä tekemien liiketoimien signaaliarvoa sillä liialliset ja joissain tapauksissa suorastaan harhaanjohtavat ilmoitukset tehdyistä liiketoimista ja niiden merkityksestä rahoitusvälineiden hinnoille antaisivat markkinoille kuvan siitä, että johtohenkilön mielestä on kannattavaa tehdä tietynlainen liiketoimi, vaikka tosiasiallisesti johtohenkilöllä ei ole välttämättä olisi ollut mitään tekemistä liiketoimen kanssa eikä tehty liiketoimi välttämättä vaikuta kyseessä olevan rahoitusvälineen hintaan.<sup>256</sup>

Heikentynyt signaaliarvo vaikuttaa markkinoiden tehokkaaseen toimintaan ja vähentää markkinatoimijoiden luottamusta markkinoiden toimintaan, sillä tällöin muut markkinatoimijat eivät voi luottaa tehtyjen liiketoimien hintavaikutuksen- ja kehityksen todenperäisyyteen ja hintavaikutuksen toteutumisen todennäköisyyteen. Täten

---

<sup>255</sup> Knuts, 2016, s. 502

<sup>256</sup> Knuts, 2016, s. 502 - 503.

arvopaperimarkkinoiden tehokas toiminta kärsii. Näin ollen liiketoimien antaman signaaliarvon sekä markkinoiden tehokkaan toiminnan ja luottamuksen kannalta suppea tulkintamalli lähipiiriyhteisöiden asemasta olisi laajaan tulkintamalliin verrattuna nähdäkseni markkinaystävällisempi ja tehokkaampi vaihtoehto tulkita johtohenkilöiden lähipiiriin kuuluvien vaikutusvaltaisyhteisöiden asemaa.

Johtohenkilöltä edellytettäisiin tosiasiallista liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineitä koskevaan sijoituspäätökseen osallistumista tai vaikuttamista, jotta yhteisölle syntyisi ilmoitusvelvollisen lähipiiriyhteisön asema. Lisäksi suppean tulkintamallin mukaisten liiketoimi-ilmoitusten signaaliarvo säilyisi merkittävämpänä, sillä ilmoituksia tehtäisiin huomattavasti vähemmän ja niillä todennäköisesti olisi tosiasiallista merkitystä arvopaperimarkkinoiden toimintaan ja rahoitusvälineiden hintoihin.

### **6.3 Esimerkkejä käytännön tilanteista**

Suppeasta tulkintamallista voidaan esittää esimerkkejä tilanteista, joissa johtohenkilö voisi itse vaikuttaa lähipiiriyhteisön aseman syntymiseen. Johtohenkilö voi itse jossain määrin vaikuttaa siihen, tuleeko vaikutusvaltaisyhteisöstä hänen lähipiiriyhteisönsä, sillä lähipiiriyhteisön asema edellyttää aina muodollista asemaa vaikutusvaltaisyhteisön johdossa ja todellista sijoituspäätökseen osallistumista tai vaikuttamista. Laajassa tulkintamallissa johtohenkilöt eivät pystyisi omilla toimillaan vaikuttamaan lähipiiriyhteisöidensä asemaan, sillä kaikki yhteisöt oletettaisiin laajassa tulkintamallissa automaattisesti johtohenkilön lähipiiriyhteisöiksi. Suppea tulkintamalli antaa johtohenkilöille ja heidän edustamilleen liikkeeseenlaskijoille enemmän harkinnanvaraa ja toimintavapautta päättää, missä yhteisöissä johtohenkilö haluaa osallistua tai vaikuttaa sijoituspäätösten tekoon.

Ensimmäiset kaksi esimerkkiä kuvaavat suppean tulkintamallin mukaisia tilanteita, joissa yhteisölle ei synny lähipiiriyhteisön asemaa. Ne kuvaavat tilanteita, joissa ESMA:n kannanoton ja suppean tulkintamallin mukaisesti ei ole tarkoituksenmukaista julkistaa tehtyä liiketoimea, vaikka johtohenkilö jossain määrin liittyykin niihin. Ne korostavat sen sijaan johtohenkilön mahdollisuutta vaikuttaa itse lähipiiriyhteisöidensä määrään ja hänen asemaansa niiden johdossa.

1. Henkilö A on liikkeeseenlaskija Y:n hallituksen jäsen. Lisäksi hän toimii hallituksen jäsenenä yhtiö X:ssä. X harkitsee Y:n rahoitusvälineiden

hankkimista. A kuulee hankkeesta jo hyvin aikaisessa vaiheessa ja jäävää itsensä päätöksenteosta heti hankkeen alkuvaiheessa. Hän ei osallistu missään vaiheessa keskusteluihin mahdollisesta sijoituksesta ja poistuu hallituksen kokouksesta asian käsittelyn ajaksi. X:n hallituksen muut jäsenet päättävät A:n odottaessa ulkopuolella, että X hankkii Y:n osakkeita 10 000 euron arvosta. A palaa kokoukseen vasta, kun päätös on tehty ja kokouspöytäkirjaan merkitään, että A poistui asian käsittelyn ajaksi kokouksesta. X ei ole velvollinen julkistamaan liiketoimea Y:n rahoitusvälineillä, sillä A ei ole tosiasiallisesti vaikuttanut tai osallistunut sijoituspäätöksen tekoon.

2. Henkilö A on liikkeeseenlaskija Y:n toimitusjohtaja. Hän ei toimi johtotehtävissä muissa yhteisöissä. A osallistuu ja vaikuttaa tästä huolimatta aktiivisesti yhtiö X:n tekemiin sijoituspäätöksiin neuvomalla X:n johdossa olevaa ystäväänsä. X sijoittaa toisinaan myös Y:n rahoitusvälineisiin. X ei kuitenkaan ole ilmoitusvelvollinen tehdyistä liiketoimista, vaikka A osallistuu tai vaikuttaa Y:n rahoitusvälineisiin liittyviin sijoituspäätöksiin, sillä A ei muodollisesti toimi johtotehtävissä yhtiössä X.

Yllä olevien esimerkkien valossa voidaan todeta, että johtohenkilöt pystyvät omilla toimillaan vaikuttamaan lähipiiriyhteisön aseman syntymiseen esimerkiksi jääväämällä itsensä päätöksenteosta. Voidaan kuitenkin kysyä, olisiko esimerkiksi tunnetun yritysjohtajan kohdalla kovin uskottavaa, jos hän kategorisesti ilmoittaisi, että hän ei lähtökohtaisesti koskaan osallistu tai vaikuta millään tavalla tehtyihin sijoituspäätöksiin yhteisössä, jossa hän toimii johtotehtävissä esimerkiksi hallituksen jäsenenä. Muodollisesti tämä kuitenkin on mahdollista ja ESMA:n kannanoton mukainen linjaus.

Mielenkiintoinen tilanne syntyy silloin, jos liikkeeseenlaskijan johtohenkilö osallistuu tai vaikuttaa toisen yhteisön tekemiin sijoituspäätöksiin, jotka koskevat liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineitä, mutta hänellä ei ole muodollista asemaa kyseisen yhteisön johdossa. Lähipiiriyhteisöitä koskevan sääntelyn tavoitteisiin nähden vaikuttaa hieman ristiriitaiselta, että sijoituspäätöksiin osallistuminen ja/tai vaikuttaminen ei aiheuta lähipiiriyhteisön asemaa ja ilmoitusvelvollisuutta, jos henkilö ei muodollisesti ole johtoasemassa yhteisössä. Tässä yhteydessä tulee kuitenkin huomioida, että ESMA on kannanotossaan nimenomaisesti halunnut asettaa vaikutusvaltayhteisöille kaksi kriteeriä, jotta vaikutusvaltayhteisöistä voi tulla johtohenkilön lähipiiriyhteisöitä. Näin ollen ainoastaan

sijoituspäätökseen vaikuttaminen tai osallistuminen ei yksin aiheuta lähipiiriyhteisön asemaa, vaan henkilöllä tulee olla myös muodollinen johtoasema yhteisössä.<sup>257</sup>

Seuraavat esimerkit kuvaavat tilanteita, joissa yhteisölle syntyy suppean tulkintamallin mukaan lähipiiriyhteisön asema ja sen myötä ilmoitusvelvollisuus liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineillä tehdyistä liiketoimista:

3. Henkilö A on liikkeeseenlaskija Y:n hallituksen jäsen. Lisäksi hän toimii hallituksen jäsenenä yhtiö X:ssä. X harkitsee hallussaan olevien Y:n osakkeiden myymistä. A kuulee hankkeesta ja ilmoittaa X:n hallituksen puheenjohtajalle, että hän ei halua osallistua varsinaiseen päätöksentekoon. A yrittää siis jäädä itsensä. Seuraavassa hallituksen kokouksessa, jossa osakkeiden myyntiä käsitellään, A kertoo ennen kokousta muille hallituksen jäsenille kahvipöydän ääressä, että hänen mielestään aika on otollinen Y:n osakkeiden myynnille, sillä Y:n toimialalla osakkeiden hinta on nyt korkealla. Hallituksen kokouksessa X:n hallitus päättää myydä osakkeet. A ei muodollisesti osallistu osakkeiden myyntipäätöksen tekoon, mutta hän ei poistu kokoushuoneesta päätöksenteon ajaksi. Lisäksi on tiedossa, että muut hallituksen jäsenet suhtautuvat A:n neuvoihin lähes aina myönteisesti ja kysyvät häneltä usein neuvoa liikeasioissa myös muissa yhteyksissä. X on A:n lähipiiriyhteisönä velvollinen ilmoittamaan Fivalle ja Y:lle Y:n osakkeiden myynnistä, sillä A on tosiasiallisesti puheillaan vaikuttanut sijoituspäätöksen eli osakkeiden myynnin toteutumiseen. Vaikka A ei muodollisesti osallistunut päätöksentekoon, hänen voidaan katsoa vaikuttaneen sijoituspäätöksen tekoon siinä määrin, että X:lle syntyy ilmoitusvelvollisen lähipiiriyhteisön asema.
4. Henkilö A on liikkeeseenlaskija Y:n hallituksen jäsen. Lisäksi hän toimii hallituksen jäsenenä yhtiö X:ssä. X harkitsee hallussaan olevien Y:n osakkeiden myymistä. A kuulee muiden hallituksen jäsenten tavoin aikeesta hallituksen kokouksessa, jossa asiasta tulisi päättää. A on muiden kanssa samaa mieltä siitä, että ajatus on hyvä ja hallitus päättää yksimielisesti myydä Y:n osakkeet. Päätös merkitään hallituksen kokouksen pöytäkirjaan. X on velvollinen ilmoittamaan Fivalle ja liikkeeseenlaskija Y:lle tehdystä liiketoimesta, sillä A on

---

<sup>257</sup> MAR Q&A, A 7.7, s. 19.



tosiasiallisesti osallistunut Y:n osakkeita koskevan sijoituspäätöksen tekoon ja X:lle on sen vuoksi syntynyt lähipiiriyhteisön asema.

Edellä mainitut esimerkit esittelevät suppean tulkintamallin mukaisia tapauksia, joissa arvioidaan, onko johtohenkilö osallistunut tai vaikuttanut liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineitä koskevan sijoituspäätöksen tekoon ja syntyykö vaikutusvaltaisyhteisölle tämän myötä lähipiiriyhteisön asema. ESMA on painottanut kannanotossaan, että pelkkä niin sanottu kaksoishallitusjäsenyys tai muu vastaava johtoasema kahdessa eri yhteisössä ei automaattisesti luo lähipiiriyhteisön asemaa. Lähipiiriyhteisön asema edellyttää aina sitä, että johtohenkilö osallistuu lähipiiriyhteisön tekemiin sijoituspäätöksiin, jotka koskevat liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineitä.<sup>258</sup>

ESMA:N kannanoton argumentti tukisi suppean tulkintamallin käyttöä, sillä ESMA:n kannanotosta käy melko selvästi ilmi, että tarkoituksena ei ole laajentaa lähipiiriyhteisöiden määrää merkittävästi vaan luoda lähipiiriyhteisön asema ainoastaan sellaisissa tilanteissa, joissa yhteisön tekemällä liiketoimella voi olla tosiasiallinen vaikutus rahoitusvälineen hintaan ja markkinoiden toimintaan. ESMA:n kannanoton tulkinnassa tulisi noudattaa arvopaperimarkkinoiden toiminnan kannalta järkevää vaihtoehtoa, eli rajata lähipiiriyhteisöiden piiri ainoastaan niihin yhteisöihin, joiden toimintaan ja sijoituspäätöksiin johtohenkilöllä on tosiasiallista valtaa sijoituspäätöksiin osallistumisen tai vaikuttamisen myötä.

Näin ollen lähipiiriyhteisöitä olisivat edellä suppean tulkintamallin mukaan esimerkeissä 3 ja 4 esiteltyt tapaukset, joissa johtohenkilö tosiasiallisesti vaikutti tai osallistui yhteisön sijoituspäätösten tekoon muodollisen johtoasemansa lisäksi. Tapauksissa, joissa johtohenkilöllä ei ole muodollista johtoasemaa tai joissa hän ei osallistu tai vaikuta liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineitä koskevien sijoituspäätösten tekoon, yhteisölle ei synny lähipiiriyhteisön asemaa eikä ilmoitusvelvollisuutta liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineillä tehdyistä liiketoimista, sillä ESMA:n asettamat edellytykset muodollisesta johtoasemasta ja tosiasiallisesta osallistumisesta tai vaikuttamisesta päätöksentekoon eivät täyty. Laajan tulkintamallin mukainen tulkinta olisi ESMA:n kannanotossa omaksuttua kantaa huomattavasti laajentava ja sen käyttö lähipiiriyhteisöitä arvioitaessa aiheuttaisi liikkeeseenlaskijoille huomattavan lisätyömäärän. Lisäksi laajan tulkintamallin käyttö toisi markkinoille paljon tietoa, jolla todennäköisesti olisi hyvin pieni

---

<sup>258</sup> MAR Q&A, A.7.7, s. 19.

vaikutus rahoitusvälineiden hintoihin eikä se olisi markkinoiden toiminnan kannalta kovin tarpeellista.

#### **6.4 Yhteenveto**

Yhteenvetona voidaan todeta, että lähipiiriyhteisöitä koskeva hyvin yksityiskohtainen sääntely on edellä esiteltyjen esimerkkien valossa tarpeellista, sillä sääntelyllä voidaan turvata arvopaperimarkkinoiden tehokas toiminta ja saattaa markkinatoimijat yhdenvertaiseen asemaan tuomalla olemassa oleva tieto kaikkien saataville. Lisäksi sääntelyllä voidaan estää arvopaperimarkkinoiden toimintaan liittyviä väärinkäytöksiä ja tehostaa arvopaperimarkkinoiden ja liikkeeseenlaskijoiden toiminnan valvontaa. Sääntely myös edistää yleistä luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Lisäksi sääntelyllä pyritään muodostamaan arvopaperimarkkinoiden toimijoiden kannalta kustannustehokas lähipiirisääntely, joka mahdollistaa lähipiiriliiketoimien valvonnan ja tiedonkulun arvopaperimarkkinoilla aiheuttamatta kuitenkaan liikkeeseenlaskijoille tarpeettomia velvollisuuksia.

Suppean tulkintamallin käyttö määritettäessä vaikutusvaltaisyhteisöiden lähipiiriasemaa olisi täten markkinoiden tehokasta toimintaa ja lähipiiriyhteisöitä koskevan sääntelyn tavoitteita tukeva tulkintamalli. Suppean tulkintamallin avulla päästään tulokseen, jossa markkinoiden toiminnan kannalta oleelliset lähipiirin liiketoimet tulevat markkinatoimijoiden tietoon, lähipiiriliiketoimia voidaan valvoa tehokkaasti ja rahoitusvälineiden hintojen muodostuminen ei häiriinny liiallisen tietomäärän vuoksi.